

IM05

INFORME MENSUAL
NÚMERO 489 | MAIG 2024



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

Canvis de fase en la política monetària

ECONOMIA INTERNACIONAL

Qui té una casa té un tresor

Distribució de la riquesa a les grans economies europees

ECONOMIA ESPANYOLA

Les claus de l'augment de l'estalvi de les llars espanyoles el 2023

Les empreses espanyoles mantenen una posició financera sòlida

Informe sobre Envel·liment 2024 i reforma de les pensions: tot el que necessites saber (i una mica més)

INFORME MENSUAL

Maig 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:
6 de maig de 2024

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Canvis de fase en la política monetària*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Qui té una casa té un tresor*

Rita Sánchez Soliva

16 *Distribució de la riquesa a les grans economies europees*

Rita Sánchez Soliva

20 ECONOMIA ESPANYOLA

22 *Les claus de l'augment de l'estalvi de les llars espanyoles el 2023*

Javier Garcia-Arenas

25 *Les empreses espanyoles mantenen una posició financera sòlida*

Sergio Díaz Valverde

27 *Informe sobre Envel·liment 2024 i reforma de les pensions: tot el que necessites saber (i una mica més)*

Javier Garcia-Arenas

30 ECONOMIA PORTUGUESA

Llums i ombres de l'economia mundial a curt i mitjà termini

En el primer terç de l'any, les peces del puzzle de l'aterratge suau de l'economia internacional han anat encaixant, malgrat l'augment de la inestabilitat geopolítica i de les sorpreses a l'alça en les dades de creixement i d'inflació, que, en tot cas, disminueixen la probabilitat dels escenaris recessius. A aquestes alçades de la primavera, aquesta major solidesa en les dades d'activitat i en els resultats empresarials és una bona base per al creixement durant la resta de l'any i ha estat possible gràcies a la recuperació de la confiança dels agents econòmics, malgrat els elevats nivells de soroll geopolític. L'única nota discordant, tot i que no inesperada, està sent una certa resistència de la inflació en el camí cap als objectius, un cop hem entrat en l'última milla. Tot i que el més nou a l'hora de perfilar el procés de normalització monetària són les divergències que es comencen a registrar en les trajectòries dels preus cap al 2%, que reflecteixen ritmes de recuperació desiguals en els últims trimestres i patrons sectorials heterogenis. Situació que, en absència de sobreaccions en els tipus de canvi, hauria d'abocar a una menor coordinació a l'hora d'abaixar els tipus d'interès en relació amb el moviment restrictiu dels dos últims anys.

Tot plegat denota, en paraules de l'FMI, un comportament del cycle econòmic «resilient en la divergència», gràcies al suport que han proporcionat a la demanda la solidesa del mercat laboral, la despesa pública o l'estalvi acumulat durant la pandèmia. Però potser el més nou és que les dinàmiques positives presents al costat de l'oferta s'han reforçat quan el creixement de la força laboral (ja ningú recorda la Gran Dimissió) s'ha afegit a la normalització de les cadenes de subministrament i a l'esvaïment del xoc energètic. Per tant, el reequilibri assolit en l'últim semestre entre l'oferta i la demanda mundial deixa un horitzó força clar en el camí de retorn als ritmes de creixement potencials, si no hi ha sorpreses negatives en l'escenari geopolític que comportin una pujada disruptiva del preu del barril de petroli en relació amb els nivells actuals. Ara com ara, en unes setmanes amb una demanda mundial guanyant dinamisme, amb perturbacions en el transport marítim i amb una elevada inestabilitat política, els preus han mostrat molta contenció i han reflectit la flexibilitat de l'oferta per mantenir la cotització al voltant dels 85 dòlars.

El problema és que la millora en l'escenari econòmic no evitarà que els ritmes de creixement a curt termini continuïn sent força mediocres, en especial a Europa, a causa de: uns tipus d'interès encara elevats, la retirada gradual del suport fiscal, les conseqüències retardades dels xocs dels últims anys o la precaució que continuen mostrant els agents econòmics a l'hora de prendre decisions d'inversió o de consum en un context inestable. L'enfortiment dels balanços de les empreses i de les famílies permet compensar l'elevada necessitat de finançament del sector públic, tot i que pot ser un llast per a l'activitat quan l'estímul fiscal vagi desapareixent. Sobretot, en un món en què la via de la demanda externa pot estar limitada per la fragmentació provocada per polítiques proteccionistes sota el paraigua de l'autonomia estratègica, del *friendshoring* o de conceptes semblants. Això augmenta la importància de la inversió privada com a variable clau per a la recuperació del creixement potencial a les economies desenvolupades, condició necessària per assolir objectius de política econòmica com els vinculats a la transició energètica, perquè confiar en una recuperació imminent de la productivitat no deixa de ser un brindis al sol. Com ha posat de manifest l'*Informe Letta*, Europa té el problema addicional del desavantatge competitiu que comporta l'absència de canals adequats per canalitzar l'estalvi intern cap als grans projectes d'inversió sense una Unió (completa) dels Mercats de Capitals. L'informe advoca per la creació d'una Unió de l'Estalvi i la Inversió que redueixi les elevades sortides de fluxos d'estalvis a l'exterior (al voltant de 250.000 milions d'euros anuals), que faciliti el finançament de la transició ecològica i digital i de la despesa en defensa que comporta afrontar els actuals problemes de seguretat, i que permeti escometre els reptes als quals s'enfronten els sistemes de pensions. Per tant, la millora de la visibilitat del comportament de l'economia a curt termini continua acompanyada de grans desafiaments a mitjà termini, en un entorn en què assistirem a importants transformacions en els propers anys.

José Ramón Díez
Maig de 2024

Cronologia

ABRIL 2024

- 9** El programa Copernicus de la UE informa que el març del 2024 és el desè mes consecutiu que marca un rècord de temperatura en el mes d'ençà que hi ha dades històriques (any 1850).

FEBRER 2024

- 22** Els EUA tornen a la Lluna després de més de 50 anys amb l'aterratge d'Odysseus, el primer mòdul comercial que toca la superfície lunar.

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.

MARÇ 2024

- 13** El BCE ajusta el marc operatiu amb el qual implementa la política monetària.
- 19** El Banc del Japó apuja el tipus de referència del -0,1% al 0,1%.

GENER 2024

- 11** La NASA confirma que, el 2023, va ser l'any més càlid des que hi ha registres (1880).
- 19** El Japó es converteix en el cinquè país que aterra a la Lluna.

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.

Agenda

MAIG 2024

- 3** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
- 8** Espanya: índex de producció industrial (març).
Portugal: ocupació i atur (1T).
- 16** Portugal: índex de costos laborals (1T).
- 17** Espanya: ràting Fitch.
Portugal: ràting Moody's.
Japó: PIB (1T).
- 20** Espanya: comerç exterior (març).
- 24** Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (març).
- 29** Portugal: cartera de crèdit i dipòsits (abril).
- 30** Espanya: avanç de l'IPC (maig).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (maig).
- 31** Espanya: ràting DBRS.
Portugal: desglossament del PIB (1T).
Portugal: producció industrial (abril).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (maig).

JUNY 2024

- 4** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
- 6** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 11** Portugal: xifra de negocis a la indústria (abril).
- 11-12** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 17** Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (1T).
- 18** Portugal: població resident (2023).
- 21** Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (1T i abril).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (1T).
Portugal: preus de l'habitatge (1T).
- 24** Portugal: desglossament del PIB (1T).
- 25** Espanya: comptabilitat nacional trimestral (1T).
- 27** Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juny).
Portugal: ratio NPL (1T).
- 27-28** Consell Europeu.
- 28** Espanya: avanç de l'IPC (juny).
Espanya: taxa d'estalvi de les llars (1T).
Portugal: avanç de l'IPC (juny).

L'economia espanyola sorprèn els més optimistes

Tot feia pensar que el ritme de creixement de l'economia espanyola continuava sent vigorós, i així ho hem anat assenyalant a les pàgines de l'*Informe Mensual* de CaixaBank Research en els últims mesos. La generació d'ocupació no presenta símptomes d'esgotament i, de fet, es va accelerar en el 1T de l'any. Els indicadors d'activitat empresarial han repuntat, tant els del sector serveis com els de la indústria. La producció industrial també ha repuntat, i el consum de les llars aguanta el to. Així i tot, la dada del PIB publicat per l'INE ha superat les expectatives més optimistes. En el 1T 2024, el ritme de creixement intertrimestral de l'economia espanyola va assolir el 0,7%.

La xifra mostra una economia dinàmica, especialment si tenim en compte el context en què es produeix. Amb la incertesa que generen les tensions geopolítiques, amb un cicle inflacionista que va a menys, però que encara no ha acabat, i amb uns tipus d'interès en màxims de fa més de 10 anys. Les principals economies europees, tot i que han accelerat el pas en el 1T, mantenen un ritme d'avanç netament inferior al de l'economia espanyola, i això ho fa encara més destacable.

Quan analitzem amb una mica més de detall els pilars que sustenten el creixement, emergeixen matisos importants. En gran part, el creixement es basa en el sector exterior i, més concretament, en la forta embranzida de les exportacions de serveis, que van créixer un 11,1% i es troben ja un 37,0% per damunt dels nivells previs a la pandèmia. Atès que l'avanç de les importacions va ser més tímid, la contribució del sector exterior al creixement de l'economia va ser de 0,5 p. p.

La demanda interna també va jugar un paper important. En el 1T 2024, destaca el pas endavant de la inversió, tant en construcció com en béns d'equipament, amb creixements del 3,0% i del 3,7%, respectivament. Malgrat que, en els dos casos, encara es mantenen lluny dels nivells previs a la pandèmia, i l'any passat van mantenir un perfil molt feble, cal destacar el recent canvi de tendència. El consum de les llars no va sorprendre i va mantenir un ritme d'avanç modest, amb un creixement del 0,3%, en línia amb el que anticipava el [monitor de consum en temps real de CaixaBank Research](#). De tota manera, atesa la situació financera de les llars, que presenten una taxa d'estalvi superior a l'habitual, el marge perquè el consum incrementi el ritme de creixement en els propers trimestres és ampli. Això podria succeir quan el BCE abaixi els tipus d'interès i les llars percebin que el cicle inflacionista ha arribat efectivament al seu final.

L'evolució dels diferents sectors econòmics ha estat molt diferent en els últims anys. La pandèmia, primer, i les crisis energètica i inflacionista, després, van afectar de manera molt diferent els uns i els altres. Les últimes dades disponibles mostren que els sectors que s'han comportat millor en els últims anys continuen creixent de manera dinàmica. Per exemple, la indústria manufacturera va avançar un 3,3% interanual i es troba ja un 7,0% per damunt dels nivells previs a la pandèmia. Però, sobretot, destaca el dinamisme dels serveis i, en especial, d'informació i comunicacions i de les activitats professionals, científiques i tècniques, que van créixer un 5,3% i un 2,3%, respectivament, i se situen ja un 19,6% i un 10,1% per damunt dels registres previs a la pandèmia.

El dinamisme d'aquests tres sectors és especialment rellevant, perquè són els que habitualment presenten un creixement més elevat de la productivitat. Així, mentre que el creixement del PIB per hora treballada de l'economia espanyola des del 2014 se situa, de mitjana, al voltant del 0,5%, aquests sectors presenten un ritme de creixement de la productivitat superior a l'1% durant el mateix període.

El millor comportament de l'economia en l'arrencada de l'any, juntament amb els diferents factors que l'estan impulsant, ens obligarà a millorar l'escenari de previsions de CaixaBank Research properament. En l'actualitat, preveu un creixement de l'1,9%. Però, després de la publicació d'aquestes dades, i si no hi ha nous girs de guió en l'escenari internacional, el creixement de l'economia espanyola es podria acostar enguany al 2,5% i podria mantenir, així, un ritme d'avanç molt similar al de l'any passat.

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	4,50	3,50
SOFR 3 mesos	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,85
SOFR 12 mesos	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,40	3,00
Deute públic 2 anys	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	3,40	2,80
Deute públic 10 anys	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,50	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,00	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,50	2,75
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,30
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,83	2,33
Euríbor 3 mesos	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,74	2,36
Euríbor 6 mesos	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,76	2,40
Euríbor 12 mesos	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,78	2,45
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	1,90	2,00
Deute públic 10 anys	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,00	2,20
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,32	2,42
Deute públic 5 anys	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,46	2,57
Deute públic 10 anys	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	3,00
Prima de risc	11	158	73	105	98	90	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,54	2,66
Deute públic 5 anys	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,61	2,75
Deute públic 10 anys	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	3,00
Prima de risc	19	297	65	97	63	80	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	0,84	0,86
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	160,00	156,00
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	78,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	69,2	63,9

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	3,0	3,0	3,2
Països desenvolupats	2,7	1,0	5,6	2,6	1,6	1,4	1,7
Estats Units	2,7	1,5	5,8	1,9	2,5	2,2	1,6
Zona de l'euro	2,2	0,3	5,9	3,4	0,5	0,7	1,7
Alemanya	1,6	0,8	3,1	1,9	-0,1	0,2	1,3
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	0,6	1,4
Itàlia	1,5	-1,0	8,3	3,9	0,7	0,6	1,6
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,6	2,3
Espanya	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	1,9	2,2
Japó	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Regne Unit	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	0,0	0,6
Països emergents i en desenvolupament	6,5	4,4	6,9	4,1	4,0	4,0	4,2
Xina	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
Índia	7,2	5,7	9,0	7,3	7,7	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	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	3,6	1,5	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	4,5	2,6	3,5
Polònia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,1	2,9	3,6
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	2,5	2,0
Estats Units	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,6	2,0
Zona de l'euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,2	2,1
Alemanya	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,4	2,0
Itàlia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,5	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Espanya	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Japó	-0,3	0,4	-0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Regne Unit	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,8	2,3
Països emergents i en desenvolupament	6,7	5,5	5,9	9,8	8,5	7,2	5,4
Xina	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,8	1,7
Índia	4,5	7,3	5,1	6,7	5,5	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	5,5	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	5,4	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polònia	3,5	2,1	5,2	13,2	10,8	4,6	4,6

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	1,8	2,3	2,3
Consum de les AP	5,0	1,3	3,4	-0,2	3,8	2,7	1,6
Formació bruta de capital fix	5,6	-2,0	2,8	2,4	0,8	0,6	3,1
Béns d'equipament	4,9	-0,8	4,4	1,9	-1,6	0,2	3,8
Construcció	5,7	-3,4	0,4	2,6	2,3	0,2	2,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,5	-0,9	6,6	2,9	1,7	2,2	2,2
Exportació de béns i serveis	4,7	1,1	13,5	15,2	2,3	0,1	2,1
Importació de béns i serveis	7,0	-1,0	14,9	7,0	0,3	1,1	2,3
Producte interior brut	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	1,9	2,2
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,9	7,1	3,7	3,2	2,4	1,8
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	3,0	2,5
Costos laborals unitaris	3,0	1,2	1,0	0,9	5,9	4,4	2,5
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,9	-0,2	0,8	0,6	2,6	2,4	2,6
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,8	0,2	1,6	1,4	3,6	3,6	3,7
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,8	-6,8	-4,7	-3,6	-3,4	-2,9

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

Previsions

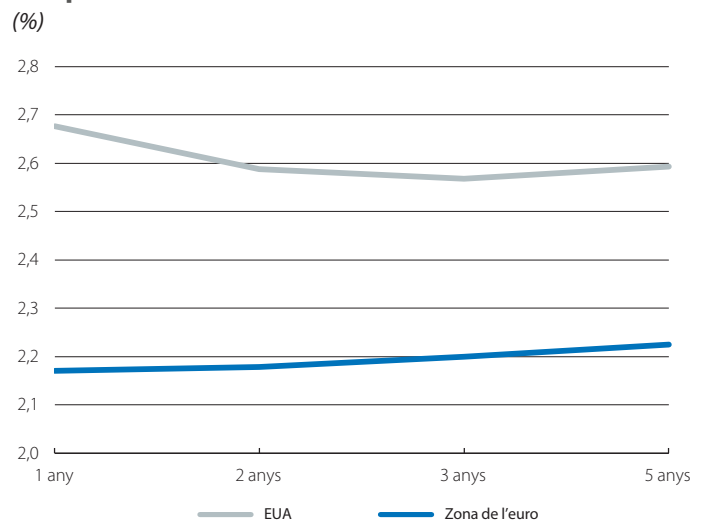
Els mercats assumeixen els tipus alts per més temps

La volatilitat guanya protagonisme. Durant una gran part del mes d'abril, el ritme dels mercats financers va estar marcat pels riscos geopolítics i per les travesses dels inversors sobre el futur més proper de la política monetària a les principals economies desenvolupades. L'augment de les hostilitats a l'Orient Mitjà i a la guerra entre Rússia i Ucraïna i les renovades tensions comercials entre els EUA i la Xina arran dels aranzels sobre diversos metalls van propiciar l'auge de la incertesa entre els inversors. A més a més, els senyals de resistència a la baixa per part de la inflació nord-americana, en un escenari de fortlesa de l'economia, van empènyer els inversors a ajornar les expectatives sobre les baixades de tipus de la Fed, amb repercussions sobre una bona part de l'univers de tipus d'interès, sobre els diferencials de rendibilitat entre regions i sobre els moviments en els tipus de canvi.

La Fed desconfia del retorn al 2%. Tal com ho havien anticipat els inversors, a l'abril, la Fed va mantenir els tipus d'interès en l'interval del 5,25%-5,50% i, responent els dubtes dels inversors, va assenyalar que les últimes dades no han ajudat a guanyar la confiança necessària per preparar una primera retallada de tipus. No obstant això, el president Jerome Powell va temperar aquest senyal *hawkish* amb alguns missatges *dovish*, com el rebuig a la possibilitat d'una pujada de tipus d'interès. En concret, la Fed va voler traslladar una visió més ponderada i va centrar el debat en quant temps s'han de mantenir elevats els tipus d'interès i quant cal esperar abans d'una primera retallada. Així, la Fed va rebutjar obrir la porta a una possible pujada de tipus i va assenyalar que l'entorn restrictiu actual hauria de ser suficient per acabar de dur la inflació al 2%, tot i que es trigarà més del que s'esperava. D'altra banda, a la reunió de l'abril, la Fed també va anunciar que desaccelerarà la reducció del seu balanç (*quantitative tightening*) a partir del juny. En concret, es deixaran vèncer els *treasuries* a raó de 25.000 milions de dòlars al mes (60.000 anteriorment), i els MBS es continuaran deixant vèncer a raó de 35.000 milions de dòlars al mes. Amb tot plegat, els mercats van acabar el mes apostant per una primera retallada de tipus de la Fed al novembre i donant una probabilitat de gairebé el 50% a una segona baixada al final del 2024.

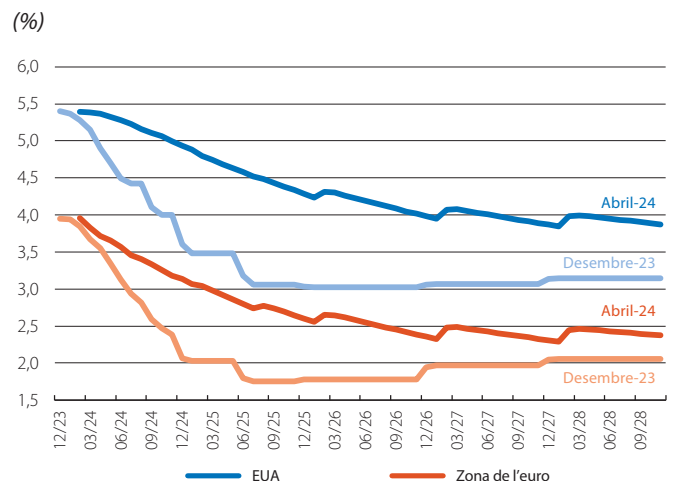
El BCE assenyala una baixada de tipus al juny. A la zona de l'euro, el banc central també va mantenir sense canvis la política monetària a l'abril (el *depo* en el 4,00% i el *refi* en el 4,50%), però va reforçar l'expectativa que, al juny, realitzarà una primera retallada dels tipus de referència. Aquest senyal del BCE es va basar, d'una banda, en la desacceleració sostinguda que s'observa en la majoria dels indicadors dels preus, malgrat que algunes partides exhibeixen una mica més d'inèrcia (com els serveis). De l'altra, la intenció de retallar tipus també es va basar en una activitat de la zona de l'euro que continua mostrant feblesa, malgrat alguns indicis de millora en els últims indicadors. No obstant això, Christine Lagarde va puntualitzar que no cal anticipar una senda de baixades sostingudes en els tipus d'interès més enllà del juny i que les decisions s'aniran prenent

Swaps d'inflació a diferents venciments



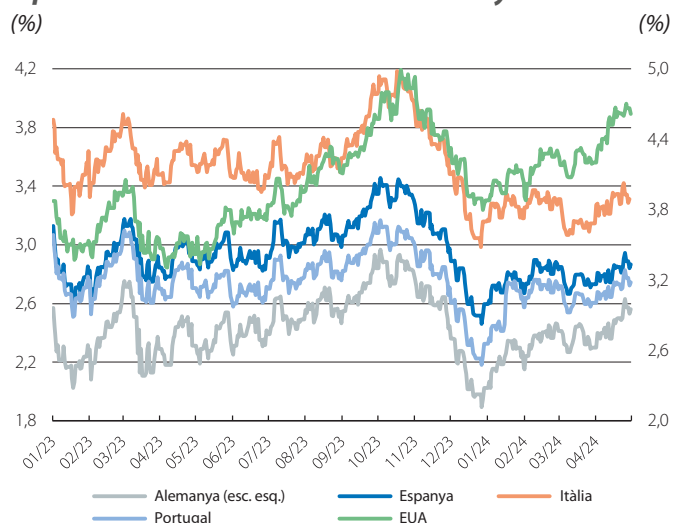
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

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.

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



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

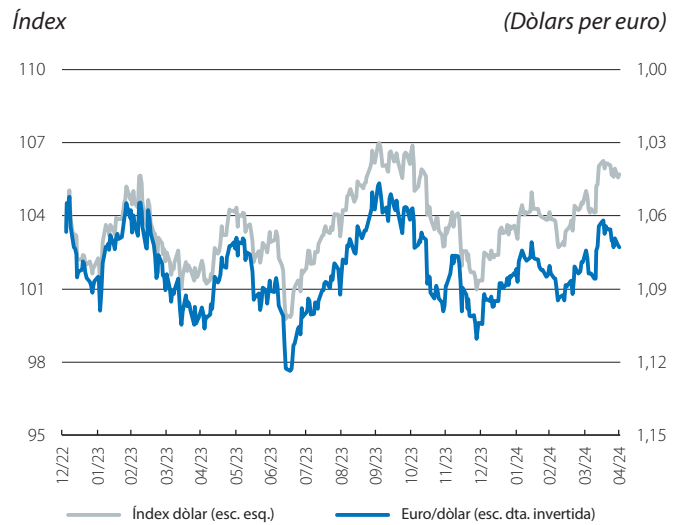
«reunió a reunió» i en funció de les dades. Finalment, i davant la major cautela que mostra la Fed abans de retallar tipus, Lagarde va voler marcar distàncies, va reiterar que el BCE es regeix per les necessitats de l'escenari econòmic de la zona de l'euro, el qual, va recordar, és significativament diferent del dels EUA, i va treure ferro a les conseqüències d'una divergència monetària entre la Fed i el BCE. Amb tot això sobre la taula, els mercats van tancar el mes d'abril assignant una probabilitat del 90% a una retallada de 25 p. b. en els tipus del BCE al juny i aposten per un total de 75 p. b. de baixades en el conjunt del 2024 (amb les quals el tipus *depo* acabaria l'any en el 3,25%).

Els tipus d'interès sobirans, en màxims de cinc mesos. A l'abril, els mercats de renda fixa es van veure dominats per la combinació del risc geopolític i els ajustos d'expectatives sobre la política monetària, i, en el conjunt del mes, es va viure un augment generalitzat dels tipus d'interès del deute sobirà dels EUA i de la zona de l'euro. En el cas dels *treasuries*, es va produir un desplaçament a l'alça de tota la corba, amb la *yield* del bo a 2 anys assolint per primera vegada la barrera del 5% des del novembre, mentre que la rendibilitat a 10 anys va repuntar gairebé 50 p. b. Per la seva banda, les corbes sobiranes de la zona de l'euro es van moure en el mateix sentit, tot i que en magnituds més contingudes, i van respondre a la divergència monetària entre la Fed i el BCE i a la perspectiva que la política monetària es relaxi abans a la zona de l'euro que als EUA. Aquesta diferència entre l'augment de les rendibilitats a les dues bandes de l'Atlàntic i el paper d'actiu refugi de la divisa dels EUA van afavorir l'apreciació del dòlar nord-americà enfront de l'euro fins als 1,067 dòlars, en un moviment de fortalesa generalitzat del dòlar enfront de les principals divises de les economies avançades i emergents (per exemple, el dòlar es va enfortir fins a assolir un màxim de tres dècades en el canvi amb el ien).

Les primeres matèries repunten amb l'augment de les hostilitats a l'Orient Mitjà i amb l'activitat mundial. La conjunció dels atacs entre l'Iran i Israel, amb les seves potencials repercussions sobre l'oferta de petroli (l'Iran és el tercer país productor de l'OPEP), amb l'extensió de les retallades de producció de l'OPEP i els seus aliats va fer que el preu del barril de Brent es negociés, durant una gran part del mes d'abril, al voltant dels 90 dòlars. Així mateix, els preus dels metalls industrials van pujar, amb el coure al capdavant, arran de la millora de les expectatives de creixement de l'activitat mundial i, en especial, de la Xina.

Les borses reculen. En aquest escenari, i davant el temor que les condicions monetàries restrictives continuïn tensionant els marges empresarials, els principals índexs borsaris van patir pèrdues generalitzades a l'abril. Els índexs nord-americans van acumular els majors descensos (S&P 500, el -4,2%; Nasdaq, el -4,5%), llastats pel fort augment de la rendibilitat del *treasury* i davant un inici de la campanya de resultats empresarials del 1T amb beneficis menys elevats del que es preveia en algunes de les principals companyies financeres i tecnològiques. A la zona de l'euro (EuroStoxx 50, el -3,2%), els descensos van ser més moderats, gràcies a la propera retallada de tipus per part del BCE, i amb un comportament una mica diferent entre les borses del nucli (DAX, el -3,0%; CAC 40, el -2,7%) i les de la perifèria (IBEX 35, el -2,0%; PSI-20, el +5,3%).

Divises: índex dòlar i euro



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

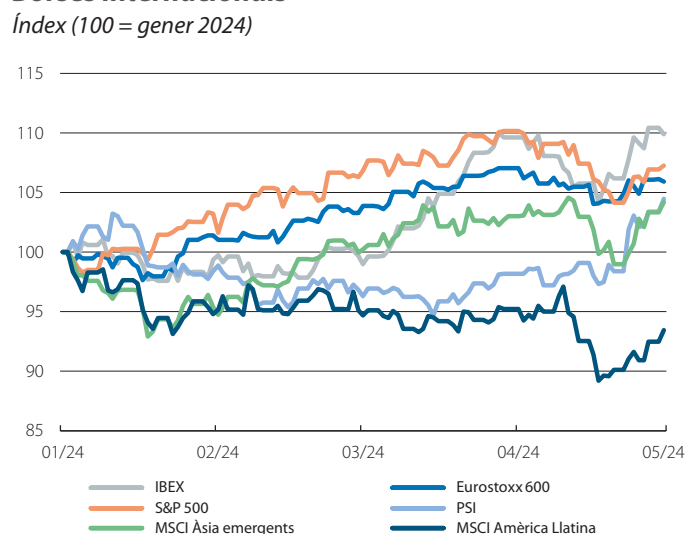
Primeres matèries: preus

	Mesura	Preu	Variació (%)			
			Últim mes	En l'any	2022	2023
Commodities	Índex	101,7	2,2	3,1	13,8	-12,6
Energia	Índex	31,6	-0,4	3,0	33,5	-25,6
Brent	\$/barril	87,9	0,4	14,0	10,5	-10,3
Gas natural (Europa)	€/MWh	29,2	6,8	-9,7	8,5	-57,6
Metalls preciosos	Índex	244,5	3,9	9,3	-1,9	4,1
Or	\$/unça	2.286,3	2,5	10,8	-0,3	13,1
Metalls industrials	Índex	157,4	12,6	10,3	-4,4	-13,7
Alumini	\$/Tm	2.590,0	10,8	8,6	-15,3	0,3
Coure	\$/Tm	10.135,5	14,3	18,4	-13,9	2,2
Agrícola	Índex	59,3	-0,9	-5,1	13,2	-9,3
Blat	\$/bushel	581,3	3,7	-7,4	2,8	-20,7

Nota: Dades fins al 30 d'abril del 2024.

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

Borses internacionals



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

Canvis de fase en la política monetària

La política monetària està en un punt inusualment restrictiu, resultat d'unes seqüeles inflacionistes de la COVID-19 i de la guerra a Ucraïna que han elevat les nostres estimacions per als tipus d'interès a nivell mundial per damunt del pic assolit el 2007. Així i tot, l'evolució de l'economia apunta a un canvi de fase: l'inici d'una distensió de la política monetària a nivell mundial.

Aquest canvi és ben visible al primer gràfic i en les primeres retallades de tipus que, entre el final del 2023 i el començament del 2024, s'han realitzat a Suïssa, a Hongria, a la República Txeca, a Mèxic, al Brasil, a Colòmbia, al Perú i a Xile (la majoria d'aquests països també van liderar el cicle de pujades el 2021). Un factor comú que explica aquestes primeres baixades és el descens global de la inflació, significatiu però encara no definitiu, des dels pics assolits el 2022.

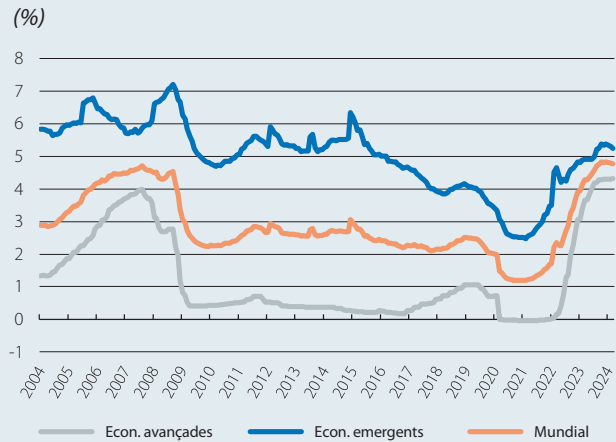
Idiosincràcies i divergències

Així i tot, la desinflació mundial i el canvi de fase monetària amaguen disparitats entre països. Per exemple, la dinàmica del conjunt d'emergents es veu afectada per l'acceleració de la inflació a Turquia (fins a prop del 70% a l'inici del 2024, en relació amb unes taxes properes al 40% cap a la meitat del 2023) i, en menor mesura, a Rússia (gairebé el 8% en els últims mesos),¹ mentre que, a l'altre extrem, la Xina registra inflacions pròximes al 0% o, fins i tot, lleugerament negatives.

Entre les economies avançades, el Japó és l'excepció més notable. La inflació nipona també es desaccelera, però, en encadenar ja dos anys per damunt del 2%, ha permès que el banc central prengui un camí diferent i comenci a pujar els tipus d'interès. Més subtil, però una mica més destacada, és la divergència entre els EUA i la zona de l'euro. A les dues bandes de l'Atlàntic, la Fed i el BCE han assenyalat que s'acosta la retirada gradual de la política monetària restrictiva. I, en els dos casos, aquesta orientació respon a una baixada remarcable de la inflació. Però les dinàmiques recents estan modificant els tempos amb què la Fed i el BCE preveuen executar la distensió de la política monetària. Com es veu al tercer gràfic, a la zona de l'euro, les pressions de preus subjacents continuen disminuint a bon ritme, gràcies a l'esvaïment dels xocs directes i indirectes de l'energia i dels aliments i a l'absència d'efectes significatius de segona ronda entre els preus, els salaris i els marges empresarials. En canvi, als EUA, les pressions inflacionistes subjacents han mostrat més resistència en els últims mesos, empeses pels lloguers observats i imputats (una partida que no s'acaba de decantar cap a la forta desacceleració a la qual s'hauria d'inclinar

1. A més de casos extrems com el de l'Argentina, amb inflacions de tres dígits.

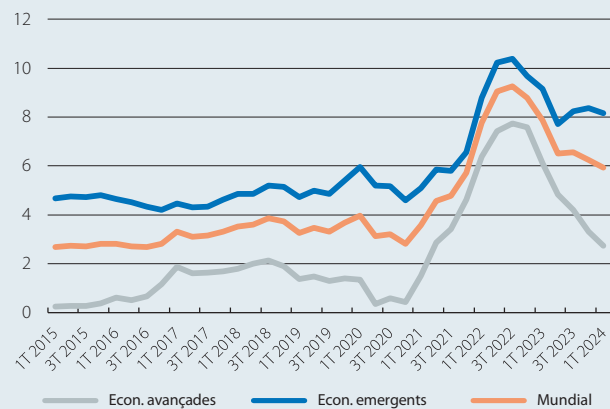
Món: tipus d'interès dels bancs centrals



Notes: Agregat de 14 bancs centrals d'economies avançades i d'11 emergents, que representen el 39% i el 38% del PIB mundial, respectivament. Per a la Xina, s'utilitza el Household Savings Deposits Rate.
Font: CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades de l'FMI i de Bloomberg.

Món: IPC

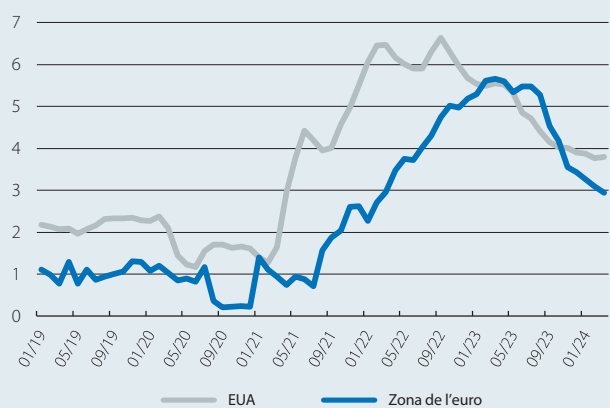
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades de l'FMI i de les agències nacionals d'estadística.

Economies avançades: IPC nucli *

Variació interanual (%)



Nota: * Exclou l'energia i tots els aliments.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i d'Eurostat.

segons la majoria dels indicadors avançats) i, més recentment, per una certa acceleració en els preus d'altres serveis. La Fed continua assenyalant que el seu pròxim pas serà una retallada de tipus, però la incertesa sobre si aquestes tensions reflecteixen factors idiosincràtics temporals o si, en un context d'activitat econòmica robusta, són senyals d'una resistència de fons en els preus fa que la Fed sigui més cauta abans de moure fitxa. En canvi, a Europa, les dades van donant confiança al BCE i les comunicacions que apunten a una retallada de tipus el pròxim 6 de juny són cada vegada més explícites.

Així s'entén que, en els últims mesos, els mercats financers hagin reajustat les seves expectatives. Mentre que, a Europa, assignen una probabilitat del 90% a una primera retallada de tipus al juny i esperen que baixin un total de 75 p. b. en el conjunt del 2024, els inversors no descompten la primera baixada de la Fed fins al novembre i dubten sobre si hi haurà una retallada més al final de l'any. De tota manera, la distinció que fan els mercats entre les diferents realitats de cada economia no és total. De fet, el canvi d'expectatives dels mercats financers ha estat força generalitzat entre les principals economies avançades. I és que, al final del 2023, els inversors esperaven baixades de tipus generalitzadament agressives, i aquesta visió s'ha corregit a favor d'una distensió més gradual.

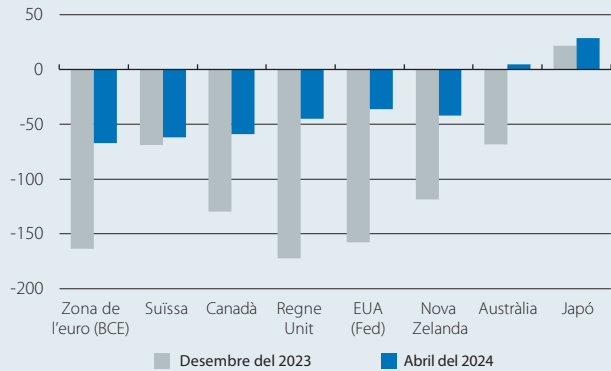
BCE: dependència de les dades o de la Fed?

La sincronització de les expectatives dels inversors té diverses explicacions, des de la possibilitat que la inflació nord-americana i la Fed anticipin les dinàmiques de la resta d'economies a una certa tendència dels mercats a no discriminar entre els matisos de cada regió. Sigui com sigui, és raonable preguntar-se en quina mesura una Fed més cauta pot condicionar la resta. Si ens centrem en el BCE, hi ha tres grans canals d'afectació: les condicions financeres, la demanda global i el tipus de canvi. En primer lloc, unes condicions restrictives als EUA tendiran a tensionar les de la zona de l'euro. Si aquest contagi és indesitjat, pot reforçar la determinació del BCE a suavitzar la seva política monetària i ancorar millor les condicions financeres europees. En canvi, els altres dos canals podrien afavorir un BCE més caut. D'una banda, la robustesa dels EUA pot enfortir la demanda global, pressionar els preus de les primeres matèries i apreciar el dòlar. De l'altra, hi ha l'amenaça del tipus de canvi sobre la inflació de la zona de l'euro, tot i que les estimacions suggereixen un transvasament limitat: una depreciació de l'1% en el tipus de canvi nominal efectiu de l'euro incrementaria la inflació en menys de 0,1 p. p.² Atès que l'euro ha resistit enfront de divises diferents al dòlar malgrat la fortalesa d'aquest últim,³ caldria esperar pressions inflacionistes

2. Ortega, E. i Osbat, C. (2020), «Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries», Banco de España Occasional Paper (2016).
 3. El dòlar pesa el 16% a la cistella del tipus de canvi nominal efectiu de l'euro enfront de les 41 principals divises.

Expectatives dels mercats per a la política monetària el 2024

Variació en el tipus oficial de cada banc central (p. b.)

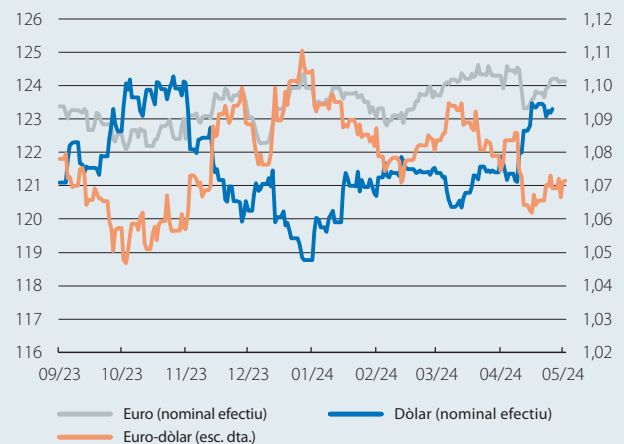


Notes: Variació entre el desembre del 2023 i el desembre del 2024, segons les expectatives inferides de les cotitzacions de mercat. A Suïssa i al Japó, l'expectativa de l'abril del 2024 ja incorpora ajustos efectivament realitzats.

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

Tipus de canvi

Índex (Dòlars per euro)



Notes: Els tipus efectius indiquen el canvi de la divisa enfront d'una cistella àmplia de monedes (ponderada per la importància comercial dels diferents països). Una xifra més alta indica apreciació de la divisa enfront d'aquesta cistella.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de la Fed i del BCE.

contingudes fins i tot davant un afebliment del tipus de canvi euro-dòlar fins a la paritat (i, en qualsevol cas, inferiors a la desinflació que encara queda per arribar per altres canals).

Al llarg del reajustament de les expectatives dels mercats, el BCE ha reiterat la seva independència de la Fed i ha emfatitzat la naturalesa diferent dels escenaris econòmics dels EUA i de la zona de l'euro. A partir del juny, i amb el permís d'un mapa de riscos exigent, el BCE tindrà la primera oportunitat de traslladar aquestes paraules a baixades de tipus.

Tipus d'interès (%)

	30-abril	31-març	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	100,0
Euríbor 3 mesos	3,83	3,89	-7	-8,4	56,0
Euríbor 12 mesos	3,70	3,67	3	18,3	-18,4
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,44	3,34	10	17,7	34,9
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	3,03	2,85	19	63,0	34,3
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,58	2,30	29	56,0	27,1
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,35	3,16	19	36,1	-0,5
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,21	3,01	20	55,2	7,5
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,50	5,50	0	0,0	50,0
SOFR 3 mesos	5,33	5,30	3	-0,3	23,9
Deute públic a 1 any	5,24	5,02	21	47,3	38,4
Deute públic a 2 anys	5,04	4,62	42	78,5	89,4
Deute públic a 10 anys	4,68	4,20	48	80,1	111,2

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	30-abril	31-març	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	56	54	2	-2,9	-27,4
Itraxx Financer Sènior	63	63	0	-3,5	-34,6
Itraxx Financer Subordinat	116	114	2	-6,6	-71,3

Tipus de canvi

	30-abril	31-març	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,067	1,079	-1,1	-3,4	-2,8
EUR/JPY (iens per euro)	168,220	163,300	3,0	8,0	11,4
EUR/GBP (lliures per euro)	0,854	0,855	-0,1	-1,5	-2,8
USD/JPY (iens per dòlar)	157,800	151,350	4,3	11,9	14,8

Primeres matèries

	30-abril	31-març	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	546,2	536,4	1,8	7,0	0,2
Brent (\$/barril)	87,9	87,5	0,4	14,0	10,8
Or (\$/unça)	2.286,3	2.229,9	2,5	10,8	15,3

Renda variable

	30-abril	31-març	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	5.035,7	5.254,4	-4,2	5,6	20,8
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.921,2	5.083,4	-3,2	8,8	12,9
Ibex 35 (Espanya)	10.854,4	11.074,6	-2,0	7,4	17,5
PSI 20 (Portugal)	6.615,6	6.280,5	5,3	3,4	6,5
Nikkei 225 (Japó)	38.405,7	40.369,4	-4,9	14,8	31,9
MSCI emergents	1.046,0	1.043,2	0,3	2,2	7,1

Fragmentació internacional en les perspectives econòmiques

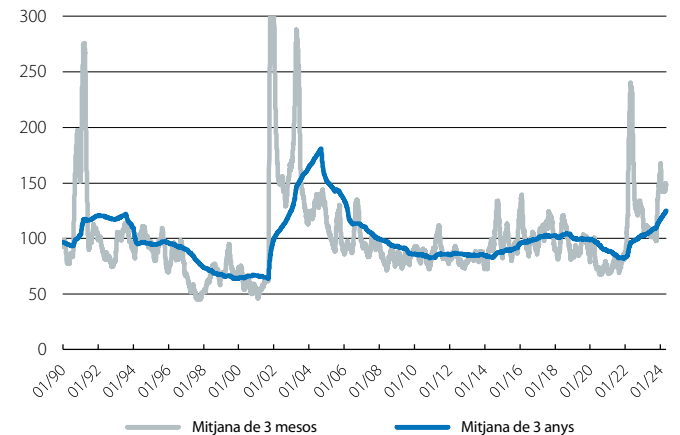
Aterratge suau, amb àrees d'elevada turbulència. Mentre l'atterratge de l'economia global segueix un rumb més suau del que s'esperava fa alguns mesos, les últimes setmanes ens han recordat que l'entorn continua marcat per un elevat grau d'incertesa. Els atacs directes entre Israel i l'Iran van ser un punt de màxima tensió en el conflicte. Així mateix, tot i que els atacs no van anar a més i sembla que, ara com ara, s'ha evitat l'escenari d'un esclat d'un conflicte regional, no es pot descartar una nova escalada que derivi en noves tensions en l'economia internacional, en particular als mercats de primeres matèries. L'escenari macroeconòmic continuarà, així, subjecte als riscos geopolítics en diferents fronts. L'índex de risc geopolític GPR s'ha situat al voltant dels 150 punts en els 6 últims mesos (el 50% per damunt de la mitjana històrica, de 100 punts), i la seva mitjana de 3 anys ha superat els 125 punts per primera vegada des del 2006, quan es vivia una «desescalada» des dels pics històrics de l'inici del segle XXI.

«-Torre de control: OK», bona evolució dels PIB en el 1T a les economies avançades. Als EUA, el PIB va créixer el 0,4% intertrimestral en el 1T 2024. Una dada que, tot i ser inferior a l'esperada, recull la bona dinàmica de l'economia nord-americana. La lectura per components mostra que el consum privat va créixer un notable 0,6% intertrimestral (vs. el 0,8% del trimestre anterior) i que la inversió en capital fix es va accelerar (el +1,3% en el 1T vs. el 0,9% anterior). Les dades dibuixen, així, una demanda interna robusta, en un context en què la demanda externa s'està refredant. A la zona de l'euro, el PIB va créixer el 0,3% intertrimestral i va superar les expectatives, després d'haver caigut en els dos trimestres anteriors, la qual cosa situa el seu avanç interanual en el 0,4%. Les grans economies es van accelerar en relació amb el trimestre anterior. Alemanya va aconseguir créixer el 0,2% intertrimestral (vs. el -0,5% del 4T 2023, revisat a la baixa), França va créixer el 0,2% (vs. el 0,1% anterior), sobretot per una bona acceleració de la inversió en capital fix, i Itàlia va avançar el 0,3% (vs. el 0,2% anterior). Va destacar positivament Espanya, que va créixer un notable 0,7% a l'inici d'enguany (vegeu la [conjuntura d'Economia espanyola](#)). Aquestes xifres van ajudar a mitigar la divergència entre les economies nord-americana i europea, mentre persisteix el diferencial de creixement entre les economies centrals i les perifèriques de la zona de l'euro. Així i tot, en un context de feblesa perseverant de la indústria europea, reflectida també en les principals enquestes d'opinió i de clima empresarial, les expectatives de creixement continuen sent força modestes. De fet, a la seva última actualització de les perspectives econòmiques mundials, l'FMI va subratllar les divergències en creixement entre les economies avançades (i entre les avançades i les economies en desenvolupament) i va revisar a l'alça el creixement dels EUA per al 2024 i el 2025 (el 2,7% i l'1,9%, +0,6 p. p. i + 0,2 p. p. vs. la previsió anterior, respectivament) i a la baixa el creixement de la zona de l'euro (el 0,8% i l'1,5%, -0,1 p. p. i -0,2 p. p. vs. la previsió anterior, respectivament).

El high for longer contraataca... amb més força a Washington que a Frankfurt. La inflació continua preocupant i es manté en el mapa de riscos, principalment als EUA, on la publicació de la

Global: risc geopolític

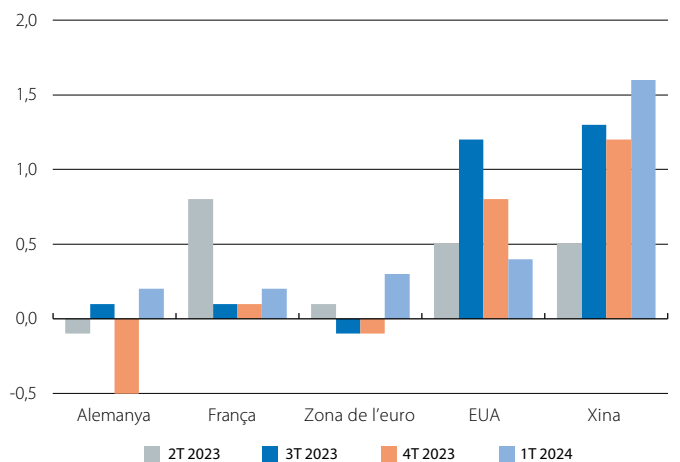
Índex GPR



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Caldara, D. i Iacoviello, M. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», AER, 112 (4), 1194-225 (descarregades d'<https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>, el 30/04/2024).

Global: PIB

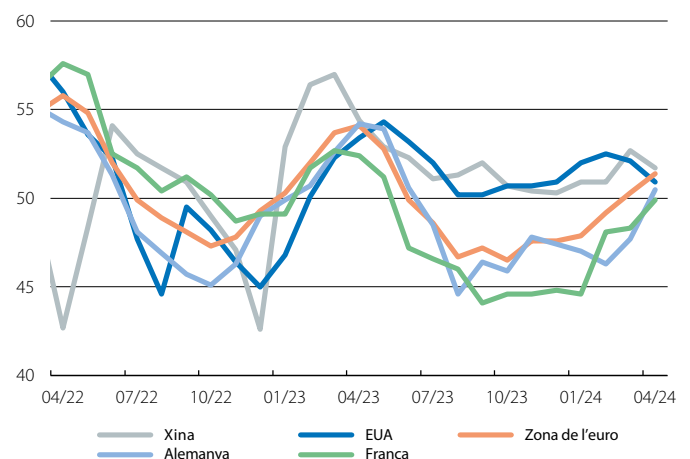
Variació intertrimestral (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, del Bureau of Economic Analysis i de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina, via Bloomberg i Refinitiv.

Global: PMI compost

Índex



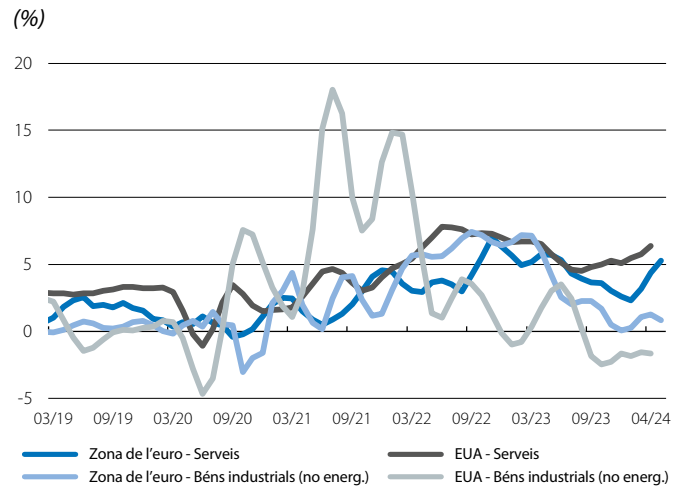
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global i de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina, via Bloomberg.

dada del PIB va mostrar la força del consum nord-americà i també la de les pressions inflacionistes internes. L'ascens del deflactor del PIB (del +2,0% al 3,1% interanual) i de la inflació PCE nucli (de l'1,6% al 3,7%) va ajudar a alimentar un retard en les expectatives de retallades de tipus, tant als mercats financers com en la comunicació de la Reserva Federal mateix (per a més detalls, vegeu la [conjuntura de Mercats financers](#)). S'obre així un nou focus de divergència entre les economies nord-americana i l'europea, on va augmentar la confiança que el BCE comenci a retallar tipus ja al juny. A l'abril, la inflació general de la zona de l'euro es va situar en el 2,4%, mentre que la nucli va baixar fins al 2,7% i va assolir un mínim des del febrer del 2022. Va destacar la desacceleració dels serveis fins al 3,7% i la moderació sostinguda de la inflació dels béns industrials. Així mateix, en un context d'elevada incertesa, el BCE va subratllar a l'última reunió la seva estratègia de dependència de les dades, i no de la Fed.

Els senyals mixtos en el 2T suggereixen vols a baixa altitud. Si, d'una banda, el consum va continuar mostrant força en el 1T als EUA, el descens a l'abril de l'índex de clima empresarial PMI compost fins als 50,9 punts (vs. 52,1 anterior), que ara se situa amb prou feines per damunt del llindar de 50 que apunta a una expansió de la producció, assenyalava que l'activitat podria perdre una mica d'impuls en el 2T. De l'altra, a la zona de l'euro, el PMI compost va tornar a pujar més d'1 punt a l'abril, fins als 51,7 punts (vs. 50,3 anterior). Aquest major dinamisme s'explica, principalment, per la reactivació del sector serveis (53,3 punts vs. 51,5 anterior), mentre que el sector industrial continua sense recuperar-se de la crisi iniciada després de l'esclat de la guerra a Ucraïna (45,7 punts vs. 46,1 anterior). L'índex Ifo de sentiment empresarial d'Alemanya també va créixer a l'abril 1,5 punts, fins als 89,4, la seva tercera pujada consecutiva, però es manté encara en valors molt per sota del llindar de 100 que assenyalava creixements propers a la seva mitjana a llarg termini. D'altra banda, l'indicador de sentiment econòmic ESI va disminuir lleugerament a la zona de l'euro (95,6 punts vs. 96,2 anterior).

A la Xina, un 1T millor del que es preveia, però s'espera un «any del Drac» de flama fràgil. L'economia xinesa va sorprendre en positiu en el 1T, amb un creixement intertrimestral de l'1,6% (vs. l'1,2% del 4T 2023), però no tot van ser bones notícies. L'acceleració observada en el 1T de l'any es pot explicar, sobretot, per l'impuls de la inversió, ja que el consum continua donant senyals d'elevada feblesa, evidència d'una fragmentació creixent entre el dinamisme de l'oferta i la fragilitat de la demanda. Els indicadors d'activitat mostren una pèrdua de força de les vendes al detall a l'inici de l'any, mentre que els PMI de l'abril mostren una desacceleració de l'activitat a l'inici del 2T (el PMI compost oficial va caure dels 52,7 punts del març als 51,7 de l'abril), concentrada, en especial, al sector serveis, el PMI oficial dels quals va caure més de 2 punts (de 52,4 a 50,3 punts). Així mateix, és probable que la desacceleració de l'economia xinesa es faci més visible en els propers mesos, a mesura que l'embranchada de la política fiscal perdi força, amb la baixa confiança persistent dels consumidors xinesos i amb els problemes de sobrecapacitat a la indústria com a rerefons. Una sobrecapacitat que la secretària del Tresor dels EUA, Janet Yellen, va criticar després de la seva última visita a la Xina i que evidencia que la geopolítica continuarà jugant també un paper central en aquestes latituds.

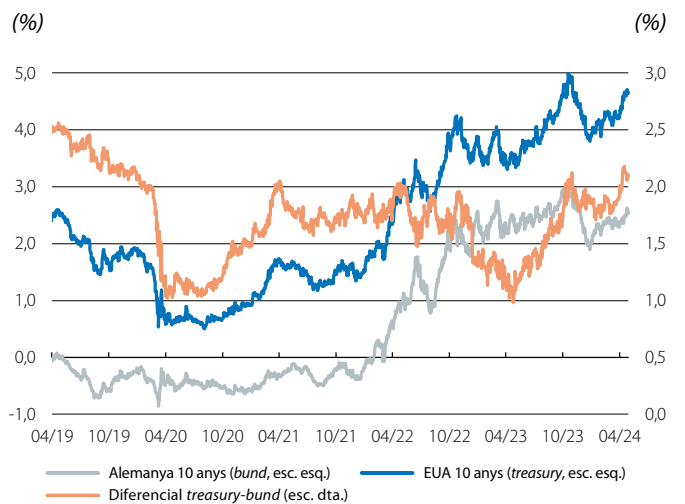
EUA i zona de l'euro: momentum de la inflació



Notes: La inflació nucli exclou de l'índex de preus l'energia i els aliments. El momentum de la inflació es calcula com la variació anualitzada de l'IPC desestacionalitzat mitjà de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors.

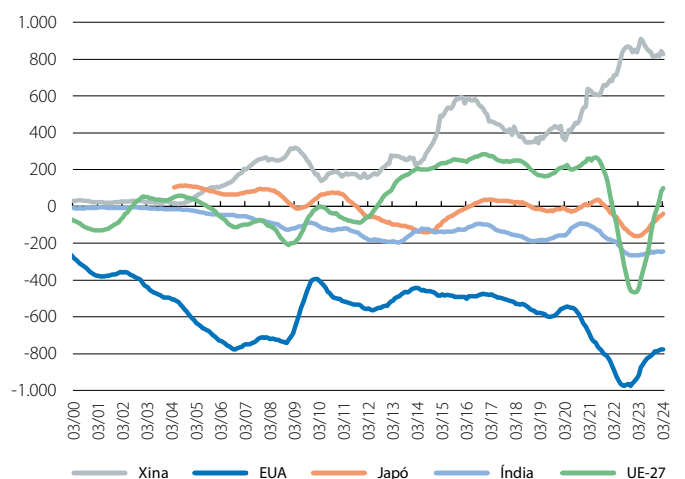
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i del Bureau of Labor Statistics.

EUA i zona de l'euro: rendibilitat del deute sobirà



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

Global: balança comercial de béns per país
(Milers de milions de dòlars)



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

Qui té una casa té un tresor

El BCE ha començat a publicar una estadística experimental¹ que permet analitzar de forma àmplia com es distribueix la riquesa a la zona de l'euro, ja que ofereix, per primera vegada, dades desagregades per diferents trams de riquesa. De fet, la informació es desglossa per a cadascun dels decils 6, 7, 8, 9 i 10 superiors de riquesa neta i per al 50% inferior (*bottom 50%*).² En aquest article mostrarem una comparativa entre els principals països per contrastar si hi ha diferències significatives en la forma com es distribueix la riquesa de les famílies, no solament entre països, sinó entre els diferents trams de la distribució. Per fer-ho, analitzarem com ha evolucionat la riquesa i els seus principals components des de l'inici de la pandèmia (4T 2019) fins a l'última dada disponible (3T 2023).

Distribució de la riquesa a la zona de l'euro

Des de la pandèmia (4T 2019), la riquesa neta³ de les famílies de la zona de l'euro ha augmentat gairebé el 20%, gràcies, sobretot, a l'increment de la riquesa neta en habitatge⁴ (prop del 24%), en un context de notable revaloració d'aquest actiu real (fins al 3T 2023, el preu va pujar més del 18%). La importància de l'habitatge com a vehicle generador de riquesa en el context actual de revaloració dels immobles explica que els propietaris hagin vist incrementada la seva riquesa en un 21%, en relació amb l'augment del 12% que s'observa entre la població que viu en règim de lloguer.

Per la seva banda, els dipòsits continuen mantenint l'atractiu (representen gairebé el 15% de la riquesa neta total) i han crescut gairebé el 16% des del 4T 2019. No obstant això, s'adverteix una moderació evident en el ritme d'avanç interanual des de mitjan 2022: en el 3T 2023, amb prou feines van créixer el 0,3%, en relació amb un ritme mitjà del 3,4% en els cinc anys previs a la pandèmia. Aquest menor ritme d'acumulació de dipòsits es produeix malgrat la major remuneració que ofereix aquest tipus de productes. De fet, durant el període que va del setembre del 2015 al juny del 2022, els dipòsits van oferir, de mitjana a la zona de l'euro, la rendibilitat nominal més baixa de la seva història (per sota de l'1,0%), mentre que, des de l'estiu del 2022, coincidint amb la fase de pujades de tipus del BCE, la rendibilitat dels dipòsits s'ha incrementat fins a recuperar rendibilitats no vistes des del 2011.

1. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240108%7Eae6f7ef287.en.html>.

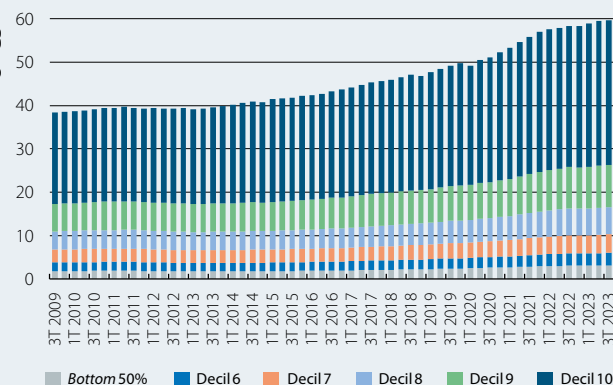
2. Els decils divideixen la sèrie de riquesa neta ordenada de menor a major en 10 parts iguals i permeten diferenciar la població pel seu nivell de riquesa neta. Així, els decils més baixos representen la població amb menys riquesa i el decil 10 la població amb més riquesa.

3. Per riquesa neta de les famílies, fem referència a la diferència entre el valor dels seus actius (dipòsits, títols de deute, accions cotitzades, accions no cotitzades i altres participacions de capital, participacions en fons d'inversió, assegurances de vida, patrimoni immobiliari i actius no financers utilitzats amb finalitats de producció) i el dels seus passius (préstecs hipotecaris i no hipotecaris).

4. Riquesa en habitatge net de crèdit hipotecari.

Zona de l'euro: evolució de la riquesa neta de les famílies *

(Bilions d'euros)



Nota: * Riquesa financera i no financera neta.

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

Zona de l'euro: índex de Gini

(0 = igualtat perfecta; 100 = màxima desigualtat)



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

L'habitatge com a «democratitzador» en la generació de riquesa

Les dades mostren que l'habitatge (net d'hipoteca) representa gairebé el 57% de la riquesa neta total de les famílies de la zona de l'euro. A més a més, és el principal component del patrimoni en tots els trams de riquesa (representa entre el 58% i el 73%), llevat de les famílies que es troben en el tram més alt de la riquesa, per a les quals representa el 47% del patrimoni net total. L'adquisició d'habitatge de forma generalitzada en els últims anys ha permès un increment de la riquesa neta en tots els trams.⁵ De fet, la riquesa neta entre la població situada en la meitat inferior de la

5. El BCE ofereix la distribució de riquesa per decils per a l'agregat de la població, però no per al grup de propietaris d'habitatge ni per als qui viuen en règim de lloguer. No obstant això, com ja hem assenyalat, les dades mostren que l'augment de riquesa entre els propietaris d'habitatge ha estat molt superior al de la població en règim de lloguer.

distribució de riquesa (*bottom 50%*) es va incrementar el 28%, en relació amb un augment inferior al 19% en la població més rica. Això ha contribuït a reduir de forma modesta la desigualtat en el repartiment de la riquesa dins el bloc, que, no obstant això, continua sent elevada: l'índex de Gini ha caigut fins al 71,5% en el 3T 2023, des del 72,2% en què se situava abans de la pandèmia.

Dipòsits per als menys rics i productes més sofisticats d'estalvi per als més rics

Pel que fa als dipòsits, representen més del 15% de la riquesa neta total de la zona de l'euro, tot i que s'aprecia un comportament clarament diferenciat per trams de riquesa: entre les famílies menys riques, els dipòsits representen més del 40% del patrimoni, mentre que, per a la població amb una riquesa mitjana i mitjana-alta, representen entre el 17% i el 20%, i aquest percentatge es redueix a l'11% en el cas dels més rics. D'altra banda, les assegurances de vida/estalvi⁶ representen prop del 8,0% de la riquesa a la zona de l'euro, percentatge que puja al 9,7% de la riquesa de les famílies en el *bottom 50%* i al 9,0% per al cas dels trams més alts de riquesa. Així mateix, s'observa que els instruments d'inversió financera més sofisticats (com accions cotitzades i/o fons d'inversió) representen gairebé el 20% de la riquesa total a la zona de l'euro, tot i que aquestes figures només són destacables en la composició de la riquesa del 10% més ric de la població.

Conclusió

Les dades mostren que la desigualtat de la riquesa a la zona de l'euro s'ha reduït de forma modesta en els últims anys, gràcies a l'increment substancial del valor de l'habitatge, un actiu que pesa especialment en les famílies situades en la meitat inferior de la distribució. També s'aprecia una heterogeneïtat notable en la composició de la riquesa de les llars. En la meitat menys rica de la distribució, aquesta riquesa consisteix en habitatge i en actius de baix risc (dipòsits i assegurances de vida/estalvi), mentre que l'estructura de la riquesa de les llars més riques inclou una proporció molt major d'instruments financers més sofisticats. Aquesta clara heterogeneïtat entre llars pot afectar la transmissió de la política monetària, com s'ha demostrat en múltiples estudis. Per tant, cal començar a considerar que el funcionament i l'efectivitat de les mesures de política monetària depenguin de la distribució i de l'estructura de la riquesa, com algun membre del BCE ja va reconèixer fa un temps.⁷

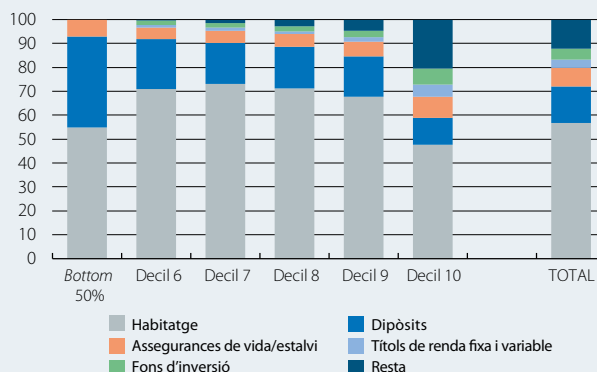
Rita Sánchez Soliva

6. Aquest tipus de modalitat d'estalvi és especialment rellevant a Alemanya i a França. Consisteix en una modalitat d'estalvi en què el titular de l'assegurança rep les rendes d'aquesta assegurança un cop jubilat, o bé, si mor abans de l'edat de jubilació, la prima de l'assegurança la reben els seus beneficiaris.

7. Discurs de sopar de Peter Praet, membre del Comitè Executiu del BCE, [ECB Conference on Household Finance and Consumption](#), Frankfurt am Main, 17 d'octubre del 2013.

Zona de l'euro: composició de la riquesa neta per instrument i per tram de riquesa *

(% de la riquesa neta total de cada tram de riquesa)



Nota: * Última dada disponible: 3T 2023.

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

Distribució de la riquesa a les grans economies europees

Els patrons observats en les dades agregades per a la zona de l'euro es repeteixen, amb diferències més o menys rellevants, entre els principals països de la zona de l'euro. Espanya és el país on més ha augmentat la riquesa neta¹ des de la pandèmia: des del 4T 2019 fins al 3T 2023, registra un increment notable del 25%, seguida molt de prop per Alemanya, amb el 22%; per França, amb el 16%, i, a més distància, per Itàlia, amb el 6,0%. Aquesta evolució dispar de la riquesa total per països s'explica pel comportament desigual de la riquesa neta en habitatge.² Així, a Alemanya i a Espanya, la riquesa neta en habitatge ha augmentat gairebé el 25%; a França, més del 20%, i, a Itàlia, que se situa a la cua, menys del 5,0%.

D'aquesta manera, l'habitatge es reafirma com la principal font de riquesa per a les famílies, i el seu pes dins la riquesa total ha anat augmentant des de l'esclat de la pandèmia a tots els països, llevat d'Itàlia, on s'ha mantingut força estable en els tres últims anys al voltant del 48,4% que representava en el 3T 2023 (el 50,5% en el 4T 2019). Mentrestant, a Espanya, el pes de l'habitatge sobre la riquesa neta total ascendia en el 3T 2023 al 64,2% (el 61,8% pre-pandèmia); a França, al 55,5% (vs. el 53,5%), i, a Alemanya, al 52,1% (vs. el 51,0%).

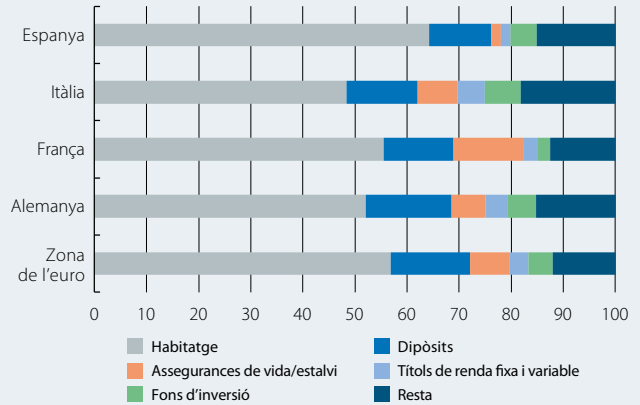
Una bona part del comportament mostrat per la riquesa en habitatge s'explica per l'increment del seu preu des de l'inici de la pandèmia a tota la regió. En el cas concret d'Alemanya, els preus es van arribar a situar, en el 2T 2022, el 25% per damunt dels anteriors a la pandèmia, la major revaloració que ha experimentat l'habitatge entre les quatre grans economies en el període analitzat. No obstant això, els increments del preu de l'habitatge a Alemanya han mostrat, des del seu pic, una notable correcció i, en el 4T 2023, amb prou feines se situen ja el 10% per damunt del nivell pre-pandèmia. A la resta de països, la correcció dels preus des de màxims a França és molt modesta; a Itàlia, s'han mostrat força estables, i, a Espanya, no solament no ha existit la correcció, sinó que la revaloració dels immobles ha registrat un impuls renovat des del 4T 2022, de manera que, al final del 2023, el preu de l'habitatge a Espanya és el que acumula el major creixement des de la pandèmia dins les grans economies (el 19%).

Pel que fa als dipòsits, es confirmen com la segona font de riquesa de les famílies, tot i que, en el 3T 2023, han reduït modestament el seu pes dins la riquesa neta total en relació amb el que representaven en el 4T 2019 a Espanya (el 12,0% vs. el 12,9%) i ho han fet de manera més intensa a Alemanya (el 16,4% vs. el 17,6%), mentre que, a

1. Per riquesa neta de les famílies entenem la diferència entre el valor dels seus actius (dipòsits, títols de deute, accions cotitzades, accions no cotitzades i altres participacions de capital, participacions en fons d'inversió, assegurances de vida, patrimoni immobiliari i actius no financers utilitzats amb finalitats de producció) i dels seus passius (préstecs hipotecaris i no hipotecaris).
2. Riquesa en habitatge net de crèdit hipotecari.

Comparativa països: composició de la riquesa per instrument*

(% de la riquesa neta total)

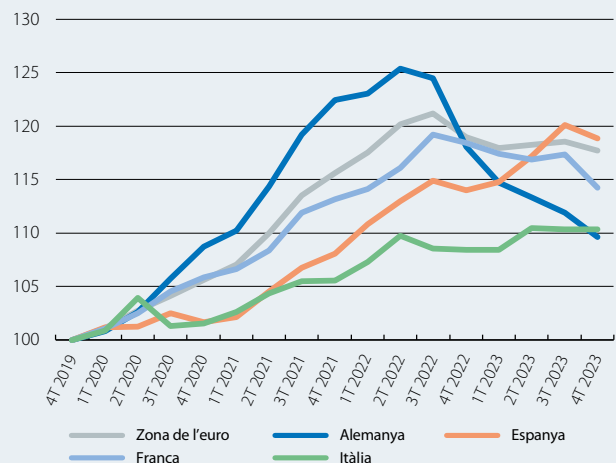


Nota: * Dades fins al 3T 2023.

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

Preu de l'habitatge

Índex (100 = 4T 2019)



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

Itàlia, el seu pes en la riquesa neta total gairebé s'ha mantingut (el 13,7%) i, a França, fins i tot ha augmentat modestament (el 13,3% vs. el 12,4%).

Destaca la importància de les assegurances de vida/estalvi com a vehicle d'inversió a França, a Alemanya i a Itàlia,³ mentre que, a Espanya, aquesta figura té menys rellevància. No obstant això, s'ha vist com, des de la pandèmia, el seu pes dins la riquesa neta total ha anat caient, sobretot a França (el 13,5% vs. el 17,2%) i a Alemanya (el 6,6% vs. el 8,6%). Pel que fa a altres alternatives d'inversió una mica

3. A França i a Alemanya, les assegurances de vida no es limiten a cobrir una contingència en cas de mort de l'assegurat: un cop arribada l'edat de jubilació, l'assegurat pot accedir als diners acumulats. Són figures d'estalvi similars als plans de pensions d'Espanya. A Espanya, l'assegurança de vida és un instrument financer que dona diners als hereus de l'assegurat després de la seva defunció.

més sofisticades, com les accions i els fons d'inversió, han mantingut relativament estable la seva representació dins la riquesa total en el període d'estudi, però, com ja es veia en les dades agregades per a la zona de l'euro, només són rellevants per a les famílies pertanyents al 10%-20% més ric de la població.

Habitatge en propietat o no... aquesta és la qüestió

Les dades agregades mostren que, de manera generalitzada, l'habitatge ha estat determinant en l'augment experimentat per la riquesa en els últims anys. No obstant això, quan descendim al nivell de classificació de les llars per trams de riquesa, observem comportaments força diferenciats per països. El cas d'Alemanya crida especialment l'atenció. De fet, a Alemanya, només el 47% de les llars tenen habitatge en propietat (en relació amb gairebé el 70% en la mitjana europea), percentatge que es redueix al 26% quan es tracta dels trams de renda més baixos (el 50% en la mitjana europea). Això condiona el patró de distribució de la riquesa a Alemanya: per a la meitat de la població menys rica (*bottom 50%*), la riquesa en habitatge representa amb prou feines el 20% de la seva riquesa total, mentre que, per als trams de riquesa mitjana i mitjana-alta, supera el 60%, i una mica menys del 47% per als més rics.

El pes de l'habitatge dins la riquesa de la meitat de la població menys rica contrasta de forma notable amb el que representa a la resta de grans economies, on l'habitatge representa més de la meitat de la riquesa en els trams de riquesa més baixos: el 54% a França, el 75% a Itàlia i gairebé el 80% a Espanya. Per la seva banda, a Alemanya, els dipòsits representen més de dos terços de la riquesa per a la meitat de les famílies menys riques, en relació amb el 45% que representa a França i una mica més del 20% a Itàlia i a Espanya.

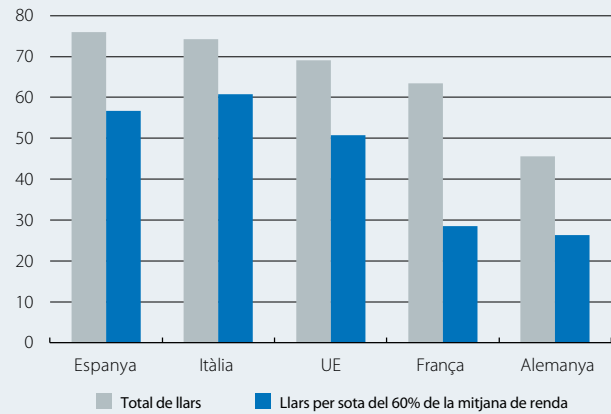
Aquesta composició de la riquesa explica, segurament, l'endarreriment que s'observa entre la població menys rica d'Alemanya en relació amb els seus homòlegs de la resta de països. La riquesa d'una família pertanyent a la meitat de la població se situa en uns 18.360 euros en el 3T 2023. Aquesta xifra contrasta amb els 45.320 euros observats a França, amb els 58.800 a Itàlia o amb els 75.000 a Espanya.

Aquestes dades ajuden a entendre per què, a Alemanya, la desigualtat en la distribució de la riquesa, mesurada mitjançant l'índex de Gini, és la més elevada entre els països aquí analitzats, malgrat els importants avanços assolits des del 2014, i per què és l'únic país on s'ha ampliat des de l'inici de la pandèmia. Per la seva banda, Espanya destaca com l'economia de les quatre grans on la desigualtat és menor i on s'han assolit més avanços des de la pandèmia (vegeu l'últim gràfic).

Conclusions

Les dades mostren diferències significatives entre els patrons de riquesa de les famílies dels quatre grans paï-

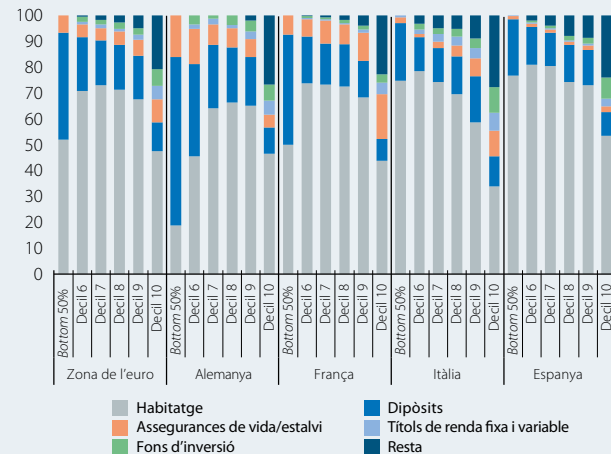
Llars amb habitatge en propietat el 2022
(% de llars)



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

Comparativa de la distribució de la riquesa per instrument*

(% de la riquesa total en cada percentil de riquesa)



Nota: * Dades fins al 3T 2023.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

sos de la UE. Així, destaca el pes reduït que l'habitatge representa dins la riquesa neta total de les famílies menys riques d'Alemanya, mentre que, a la resta de països, és el principal vehicle de riquesa per a aquest grup. Més homogeni és constatar que les famílies menys riques presenten una concentració elevada de la riquesa en actius de baix risc (dipòsits i assegurances de vida/estalvi) a tots els països, tot i que, a Alemanya, aquests instruments tenen una posició més hegemònica per a aquest tram de riquesa. Aquesta composició de la riquesa pot ajudar a explicar per què la desigualtat a Alemanya és la més elevada entre les grans economies. Les dades mostren l'heterogeneïtat que presenten les llars europees pel que fa a la composició de la riquesa, la qual cosa en condicionarà la resposta als diversos xocs econòmics.⁴

Rita Sánchez Soliva

4. Discurs de sopar de Peter Praet, membre del Comitè Executiu del BCE, ECB Conference on Household Finance and Consumption, Frankfurt am Main, 17 d'octubre del 2013.

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

ESTATS UNITS

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Activitat									
PIB real	1,9	2,5	2,4	2,9	3,1	3,0	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	8,6	5,2	4,3	4,6	5,0	3,3	3,0	5,3	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	105,4	105,4	109,0	102,7	106,3	104,8	103,1	97,0
Producció industrial	3,4	0,2	0,0	–0,1	0,1	–0,3	–0,3	0,0	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,7	47,6	46,9	49,1	47,8	50,3	49,2
Habitatges iniciats (milers)	1.551	1.423	1.450	1.371	1.485	1.415	1.549	1.321	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	307	312	308	316	321	...	324	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,8	3,9
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,0	60,3	60,3	60,4	60,3	60,2	60,1	60,3	60,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,2	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	–2,8	...
Preus									
Inflació general	8,0	4,1	4,0	3,5	3,2	3,2	3,2	3,5	...
Inflació nucli	6,2	4,8	5,2	4,4	4,0	3,8	3,8	3,8	...

JAPÓ

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Activitat									
PIB real	1,0	1,9	2,3	1,6	1,2	...	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	32,2	35,2	35,7	36,2	36,5	38,9	39,0	39,5	38,3
Producció industrial	0,0	–1,4	0,9	–3,6	–0,9	–4,5	–6,8	–3,6	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	5,0	9,0	13,0	11,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–3,6	–2,7	–1,8	...	–1,2	...	...
Preus									
Inflació general	2,5	3,3	3,4	3,1	2,9	2,5	2,8	2,7	...
Inflació subjacent	1,1	3,9	4,2	4,3	3,9	3,2	3,2	2,9	...

XINA

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Activitat									
PIB real	3,0	5,2	6,3	4,9	5,2	5,3	–	–	–
Vendes al detall	–0,8	7,8	10,7	4,2	8,3	4,7	5,5	3,1	...
Producció industrial	3,4	4,6	4,5	4,2	6,0	5,8	7,0	4,5	...
PMI manufactures (oficial)	49,1	49,9	49,0	49,7	49,3	49,7	49,1	50,8	50,4
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	866	947	901	866	842	877,2	845,6	...
Exportacions	7,1	–5,1	–5,4	–10,8	–3,3	–1,7	2,9	–11,4	...
Importacions	0,7	–5,5	–7,0	–8,5	0,8	1,5	–8,1	–1,9	...
Preus									
Inflació general	2,0	0,2	0,1	–0,1	–0,3	0,0	0,7	0,1	...
Tipus d'interès de referència ³	3,65	3,45	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi per dòlar	6,7	7,1	7,0	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Vendes al detall (variació interanual)	1,2	-2,1	-2,2	-2,3	-0,8	...	-0,7	...	...
Producció industrial (variació interanual)	2,1	-2,1	-0,8	-4,7	-3,7	...	-6,4	...	...
Confiança del consumidor	-21,9	-17,4	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-15,5	-14,9	-14,7
Sentiment econòmic	102,1	96,4	96,5	96,5	96,5	96,5	95,4	96,2	95,6
PMI manufactures	52,1	51,2	44,7	43,2	43,6	43,9	46,5	46,1	45,7
PMI serveis	52,1	52,1	54,4	49,2	48,4	48,4	50,2	51,5	53,3
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	2,3	1,4	1,4	1,4	1,2	...	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,8	6,6	6,5	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,1	3,0	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2	...
França (% pobl. activa)	7,3	7,3	7,4	7,4	7,5	7,4	7,4	7,3	...
Itàlia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,7	7,6	7,5	7,3	7,4	7,2	...
PIB real (variació interanual)	3,5	0,5	0,6	0,1	0,1	0,4	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	1,9	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-	-	-
França (variació interanual)	2,6	0,9	1,1	0,7	0,8	1,1	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	4,2	1,0	0,6	0,6	0,7	0,6	-	-	-

Preus

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
General	8,4	5,5	6,2	5,0	2,7	2,6	2,6	2,4	2,4
Nucli	3,9	5,0	5,5	5,1	3,7	3,1	3,1	3,0	2,7

Sector exterior

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Saldo corrent	-0,7	4,1	0,2	1,8	4,1	...	10,1	...	...
Alemanya	4,3	12,1	4,8	7,8	12,1	...	26,0	...	...
França	-2,0	-1,5	-1,8	-1,8	-1,5	...	-2,7	...	...
Itàlia	-1,6	1,0	-1,1	0,1	1,0	...	3,8	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	90,9	94,7	94,6	95,9	95,1	95,2	94,9	95,5	95,1

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	6,7	2,7	4,0	1,1	0,1	0,3	0,3	0,4	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	4,4	1,7	2,1	1,1	0,5	0,2	0,3	0,2	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	1,8	4,6	4,5	5,0	5,2	5,1	5,1	5,2	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	2,0	4,4	4,3	4,7	4,9	4,8	4,8	4,8	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	6,3	-8,5	-8,1	-11,3	-10,7	-8,8	-8,9	-7,6	...
Altres dipòsits a curt termini	4,5	21,1	22,5	23,2	21,0	18,5	18,8	16,9	...
Instrumentos negociables	3,7	20,4	22,0	20,4	19,9	19,7	17,5	19,2	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,5	2,7	2,5	3,0	3,3	3,2	3,2	3,2	...

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.

Sorprèn a l'alça el creixement d'Espanya en el 1T

Els indicadors coneguts en les últimes setmanes confirmen la bona salut de l'economia espanyola, el creixement de la qual en el 1T de l'any torna a sorprendre a l'alça i, a més a més, és el més elevat entre les grans economies de la zona de l'euro.

Durant el 1T de l'any, el PIB va anotar un avanç del 0,7% intertrimestral (el 2,4% interanual). La dada publicada representa un registre similar al del 4T 2023 (revisat, al seu torn, en 0,1 p. p. a l'alça des del 0,6% intertrimestral) i se situa substancialment per damunt del creixement mitjà de la zona de l'euro (el 0,3% intertrimestral). La demanda externa es va erigir com el principal motor de creixement i va aportar 0,5 p. p. al creixement intertrimestral del PIB, gràcies, en especial, a la fortalesa de les exportacions de serveis. L'avanç de la demanda interna, que va contribuir en 0,2 p. p. al creixement intertrimestral del PIB, va procedir de l'embranchida de la inversió, que, després de la forta reculada registrada durant el 4T 2023 (el -1,6% intertrimestral), va avançar un notable 2,6% intertrimestral, i, en menor mesura, del consum privat, que va mantenir un ritme de creixement moderat (el 0,3% intertrimestral).

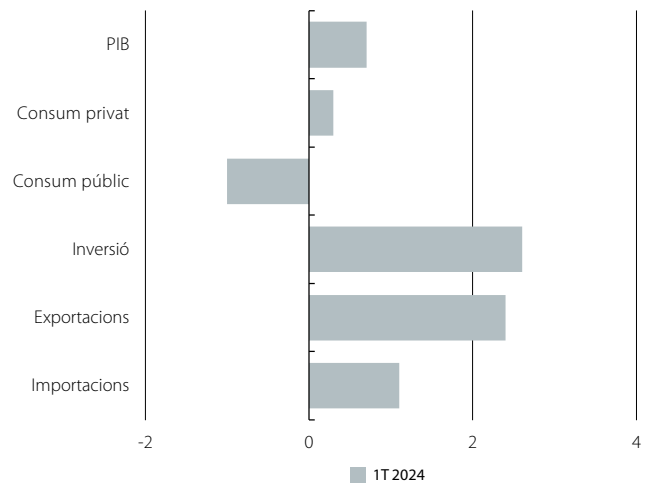
Els indicadors d'activitat disponibles per al 2T de l'any apunten que l'economia manté un to positiu. El PMI del sector industrial va pujar 0,8 punts, fins als 52,2, a l'abril i va anotar, així, el seu millor registre des del juny del 2022. Al seu torn, el PMI del sector serveis va pujar 0,1 punts, fins als 56,2, gràcies a l'avanç de les noves comandes. Finalment, l'activitat de les targetes espanyoles tanca el mes d'abril creixent el 3,2% interanual (el 3,3% al març), segons l'[Indicador de Consum de CaixaBank](#).

La creació d'ocupació manté un to positiu. Les dades de creixement de l'activitat espanyola durant el 1T 2024 es van basar en un mercat laboral que va continuar avançant a bon ritme i que ha mantingut el ritme de creixement durant el primer mes del 2T. A l'abril, l'afiliació a la Seguretat Social va augmentar en 199.538 persones, per sota de la dada excepcional de l'any passat (238.436), quan la Setmana Santa va caure en la primera setmana d'abril, però per damunt de l'habitual en un mes d'abril (173.777 de mitjana el 2014-2019). La xifra total d'afiliats supera, per primera vegada, la barrera psicològica dels 21 milions: en concret, ha arribat als 21.101.505 treballadors, la qual cosa representa 486.516 treballadors més que un any enrere. En termes desestacionalitzats, l'ocupació creix en el mes en 40.677 afiliats, una xifra encara elevada. Pel que fa a l'atur registrat, va recular en el mes en 60.503 persones, fins als 2,666 milions, la xifra més baixa des del mes de setembre del 2008.

La pujada de l'IVA del gas i dels aliments manté la inflació general per damunt del 3%. La inflació general va pujar 0,1 p. p.

Espanya: PIB i els seus components

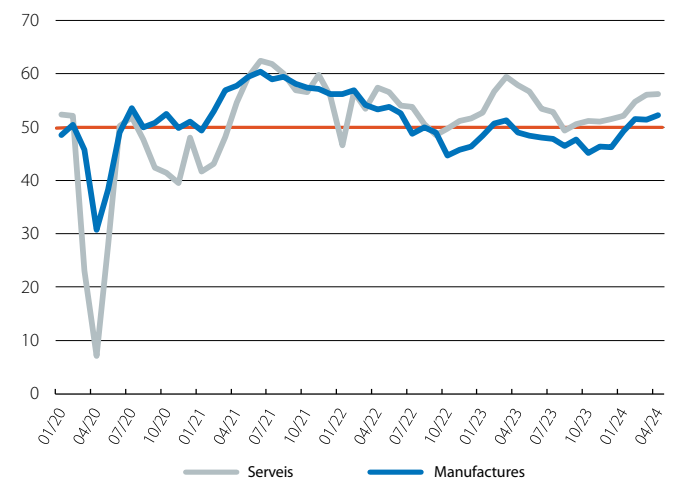
Variació intertrimestral (%)



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

Espanya: PMI

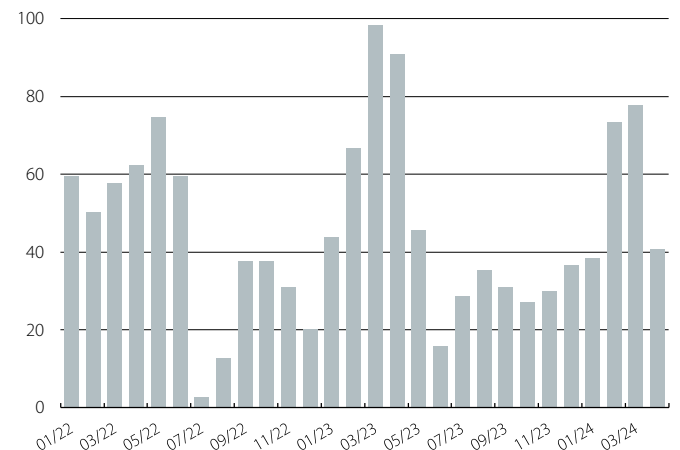
Nivell



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social *

Variació intermensual (milers de persones)



Nota: * Sèrie corregida d'estacionalitat.

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

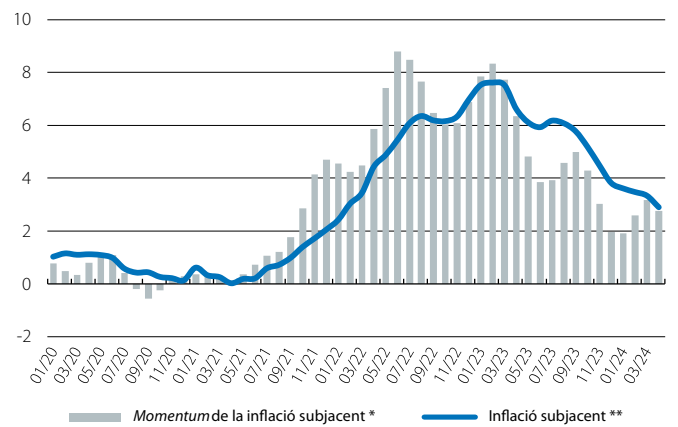
a l'abril i es va situar en el 3,3%, segons l'indicador avançat de l'IPC publicat per l'INE. No obstant això, aquest comportament va venir condicionat per l'increment dels preus del gas, ja que, el dia 1 d'abril, el tipus impositiu de l'IVA del gas, que es trobava rebaixat al 10%, va tornar al nivell habitual del 21%. En qualsevol cas, el procés de moderació dels preus es va mantenir en la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats), que va experimentar una forta correcció i es va situar en el 2,9% (0,4 p. p. menys que al març). La dada de la inflació general s'ha situat en el rang esperat per CaixaBank Research, mentre que la inflació subjacent ha sorprès a la baixa.

La millora del dèficit comercial a Espanya consolida un bon inici d'any per al comerç exterior. En línia amb les bones dades de la demanda externa, el dèficit comercial va disminuir el 4,7% en termes interanuals al febrer, gràcies a una correcció del 27,8% interanual del dèficit de la balança d'energia. Per la seva banda, les exportacions no energètiques van millorar en relació amb el mes anterior, malgrat estar per sota del nivell mostrat al febrer de l'any anterior. En termes acumulats, en els dos primers mesos de l'any, el dèficit comercial mostra una reducció del 5,6% interanual, que es correspon amb una caiguda del 17,3% del dèficit no energètic i del 4,3% de l'energètic. El dèficit comercial amb els països de fora de la zona de l'euro es va reduir el 25% interanual, mentre que el superàvit amb els països comunitaris va disminuir el 32% interanual.

El turisme, clau en el bon funcionament del sector exterior, també va avançar amb força durant el primer trimestre de l'any. Les dades provisionals de FRONTUR indiquen que, en els tres primers mesos de l'any, van arribar 16,1 milions de turistes estrangers, la qual cosa representa un augment del 17,7% en relació amb el mateix període de l'any passat. Així mateix, segons les dades d'EGATUR, la despesa dels turistes internacionals va assolir els 21.974 milions d'euros en aquest mateix període, un augment del 27,2% en relació amb el mateix període de l'any passat. Aquestes dades, al seu torn, representen un augment de la despesa mitjana diària dels turistes internacionals del 5% en relació amb el 1T 2023.

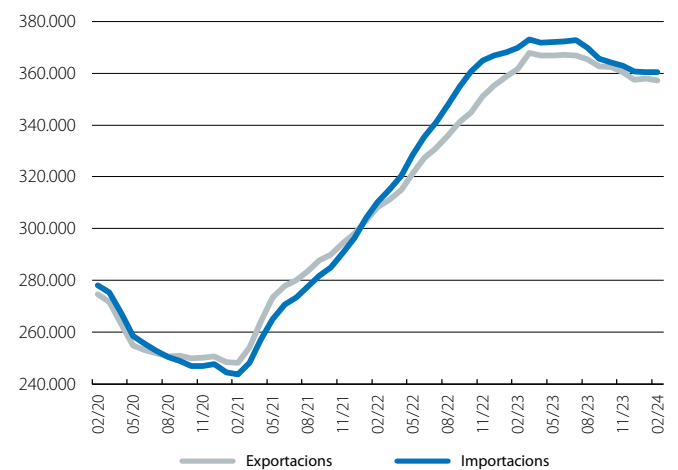
La compravenda d'habitatges a Espanya recupera un cert vigor al començament de l'any. Al febrer, les transaccions d'habitatges van augmentar el 5,8% en taxa interanual, una millora significativa després de caure a taxes de dos dígitos al llarg de la segona meitat del 2023. L'augment va ser generalitzat per tipus d'habitatge, però va ser especialment intens en el cas del nou: un increment del 20,8% interanual, en relació amb el 2,2% del de segona mà. Pel que fa a les comunitats autònomes, l'augment de les compravendes es va fer notar a la majoria del territori, llevat de sis regions que van registrar caigudes (les Illes Balears, les Illes Canàries, Andalusia, la Comunitat de Madrid, el País Basc i La Rioja). En termes acumulats, en els dos primers mesos de l'any, es van tancar a tot el territori 107.000 compravendes, la qual cosa representa el millor inici d'any en activitat immobiliària des del 2008.

Espanya: inflació subjacent i el seu momentum
Variació (%)



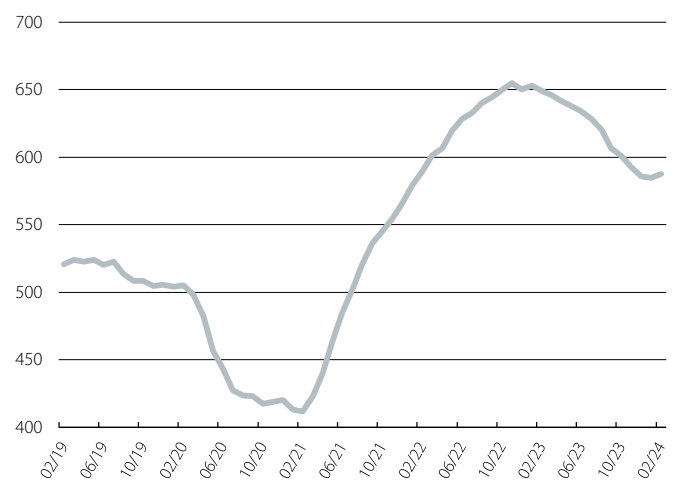
Notes: * El momentum de la inflació subjacent és la variació mòbil dels tres últims mesos en relació amb els tres mesos anteriors. ** La inflació subjacent exclou els aliments no processats i l'energia.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: comerç exterior de béns *
Dades acumulades de 12 mesos (milions d'euros)



Notes: * Dades nominals, sèrie sense desestacionalitzar. Sense incloure l'energia.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes.

Espanya: compravenda d'habitatges
Dades acumulades de 12 mesos (milers d'habitatges)



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

Les claus de l'augment de l'estalvi de les llars espanyoles el 2023

La taxa d'estalvi ha augmentat i ha superat, fins i tot, el nivell assolit durant els anys previs a la pandèmia gràcies al fort avanç de la renda disponible. La capacitat d'estalvi de les famílies ha crescut de manera significativa el 2023. Així, la taxa d'estalvi va pujar fins a l'11,7% de la renda bruta disponible (RBD), molt per damunt del 7,6% del 2022 i de la mitjana històrica del 8,2% entre el 2000 i el 2019 (vegeu el primer gràfic). Parlem d'una xifra de 108.000 milions d'euros d'estalvi brut, 44.760 milions més que el 2022 i 59.000 milions més que en la mitjana del 2015-2019. En altres paraules: en un context encara inflacionista com el del 2023, les llars han aconseguit enfortir a nivell agregat el seu matalàs d'estalvi, un fet realment notable.

Què expliquen aquests registres, que poden sorprendre més d'un lector o d'una lectora? L'increment de la taxa d'estalvi va ser conseqüència d'un creixement de l'RBD de l'11,0% interanual, el major de la sèrie històrica, i molt superior al del consum nominal, que va avançar el 6,1% (vegeu el segon gràfic). L'augment de l'RBD es va situar clarament per damunt de la inflació (el 3,5%) i del puixant creixement en el nombre de llars (l'1,4%), la qual cosa va permetre una recuperació notable del poder adquisitiu perdut amb el xoc inflacionista del 2022. No oblidem que, el 2022, l'RBD va créixer el 4,1% interanual, però la inflació es va situar en el 8,5%, i el nombre de llars va créixer l'1,6%.

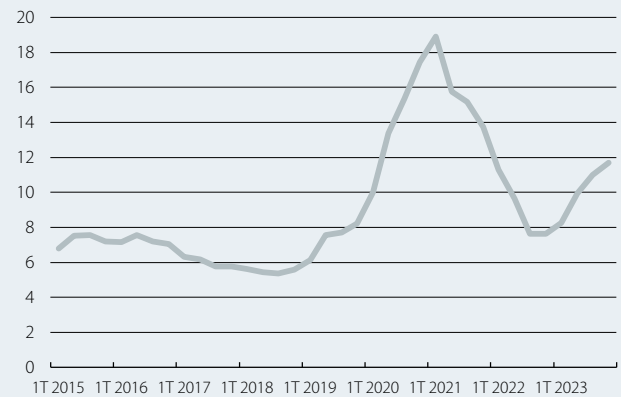
El dinamisme de l'RBD va superar totes les expectatives gràcies a un avanç de la remuneració dels assalariats d'un notable 8,8% interanual, reflex de la intensa creació d'ocupació el 2023 (amb un augment del nombre d'assalariats del 3,4%), i a un major dinamisme salarial, que testifica l'augment del 5,4% en la remuneració per treballador. Altres components de la renda bruta que també van contribuir a l'avanç de la renda van ser les prestacions socials, que van augmentar el +9,9% interanual, impulsades per la revaloració de les pensions del 8,4%, pels ingressos dels autònoms i per les rendes netes de la propietat rebudes gràcies a l'augment del cobrament de dividends i d'altres rendes d'inversió. Tot això ha compensat amb escreix els majors pagaments nets per interessos, que han ascendit a 16.600 milions d'euros, la qual cosa representa un augment de 5.200 milions en relació amb el 2022, i la contribució negativa dels impostos directes i de les cotitzacions socials (vegeu el tercer gràfic).

L'any 2023 ha estat el primer en què l'RBD real per llar ha superat el nivell pre-pandèmia. Mentre que, el 2022, aquesta variable es va situar encara el 4,4% per sota del nivell del 2019, el 2023, ja es va situar l'1,5% per damunt, com s'observa al quart gràfic.

De cara a enguany, s'espera que el creixement de l'RBD continuï sent dinàmic, gràcies a la fortalesa que exhibeix el mercat laboral i a l'augment dels ingressos per pensions,

Espanya: taxa d'estalvi de les llars

(% de la RBD)

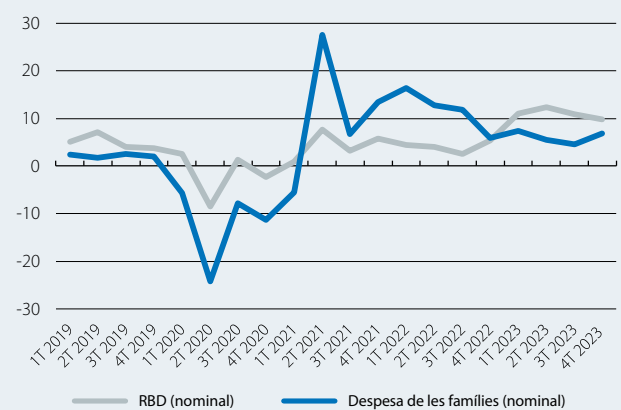


Nota: Acumulat de 4 trimestres.

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

Espanya: renda bruta disponible i consum nominal de les llars

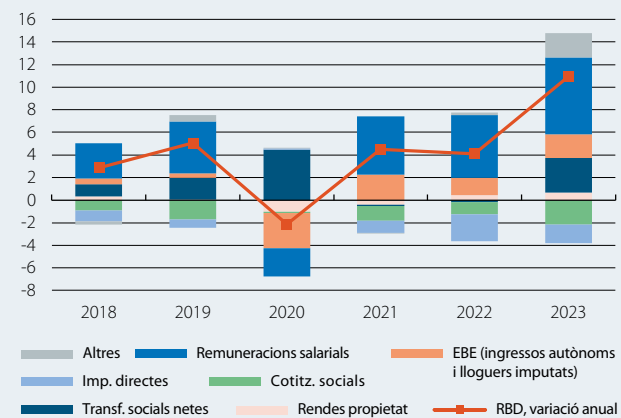
Variació interanual (%)



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

Espanya: renda bruta disponible de les llars

Variació anual (%) i contribucions (p. p.)



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

que s'estima al voltant del 6%, quan es té en compte l'entrada de nous pensionistes. De fet, una dada de tancament del 2023 més positiva del que s'esperava i les bones dades del mercat laboral en el 1T 2024 apunten al fet que el creixement de l'RBD es podria apropar al 6,0% enguany. Així, si la despesa de les llars manté un ritme d'avanç similar al del 2023, la taxa d'estalvi es mantindria en cotes similars a les de l'any passat.

Conseqüències i destinacions del major estalvi

La capacitat de finançament de les llars va augmentar de manera significativa el 2023 i va passar de 2.500 milions d'euros el 2022 a 42.361 milions el 2023. Els motius d'aquest augment van ser el major estalvi i l'estancament de la inversió realitzada per les famílies (vegeu el cinquè gràfic): la formació bruta de capital fix, que inclou la compra d'immobles (nova construcció) i les inversions d'autònoms en actius físics, va ser, el 2023, de 59.800 milions d'euros, només 800 milions més que el 2022, en un context de tipus d'interès més alts.

Així mateix, la riquesa financera de les famílies va continuar augmentant el 2023: els seus actius financers ascendien, al final de l'any, a 2,83 bilions d'euros, en relació amb els 2,67 bilions del final del 2022. Aquest augment de 159.000 milions es desglossa en una adquisició neta d'actius financers per import de 39.000 milions d'euros, superior als 21.500 milions de mitjana del període 2015-2019, durant el qual els tipus d'interès eren molt baixos, i en un efecte revaloració de 120.000 milions (vegeu el sisè gràfic). Quan analitzem el desglossament de l'adquisició neta d'actius, s'observa, des del final del 2022, una major apetència per instruments que han augmentat la rendibilitat arran de la pujada de tipus, com les lletres del Tresor i els fons d'inversió. En concret, les llars van invertir en valors de deute, la majoria públic, per valor de 22.850 milions d'euros, i en participacions en capital i en fons d'inversió per import de 20.250 milions.

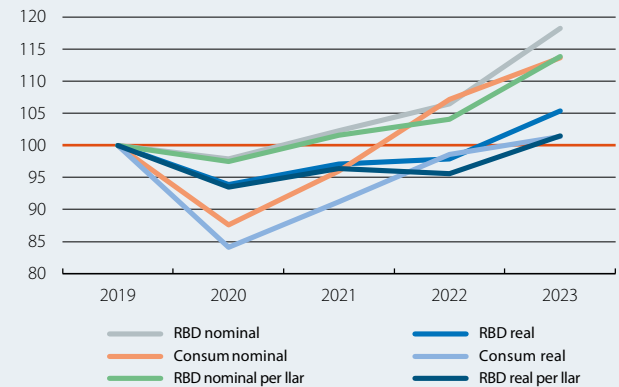
Pel que fa a l'estructura d'aquesta riquesa, continua dominada per les participacions en capital i en fons d'inversió, el pes de les quals es va situar en el 45,6% del total, 2 punts més que l'any anterior (vegeu el setè gràfic). Per darrere se situen els dipòsits bancaris, el pes dels quals va ser del 35,9%, una mica més de 2 punts menys que l'any anterior però encara en una cota superior a la mitjana 2015-2019, que se situa en el 34,4%. En canvi, les assegurances i els fons de pensions van augmentar lleugerament el seu pes en relació amb el 2022, fins al 12,7% del total, però continuen per sota de la mitjana 2015-2019, que se situa en el 15,2%.

D'altra banda, el 2023, les famílies es van continuar despallanquejant, i, al final de l'any, els passius financers¹ de les

1. Els passius financers inclouen el saldo viu dels préstecs bancaris, els crèdits comercials i altres comptes pendents de pagament (interessos de préstecs reportats, impostos i cotitzacions pendents de pagament).

Espanya: renda bruta disponible i consum de les llars

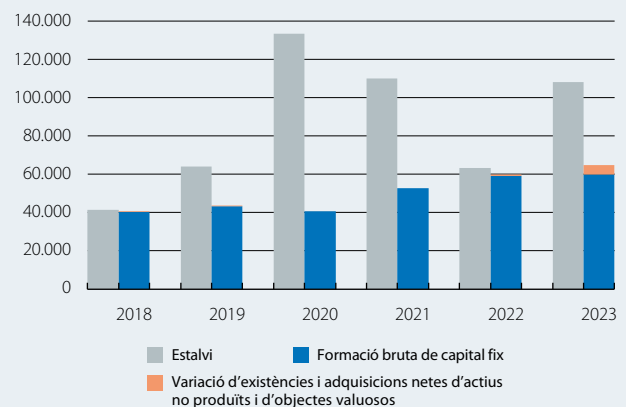
Índex (100 = 2019)



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

Espanya: estalvi i inversió de les llars

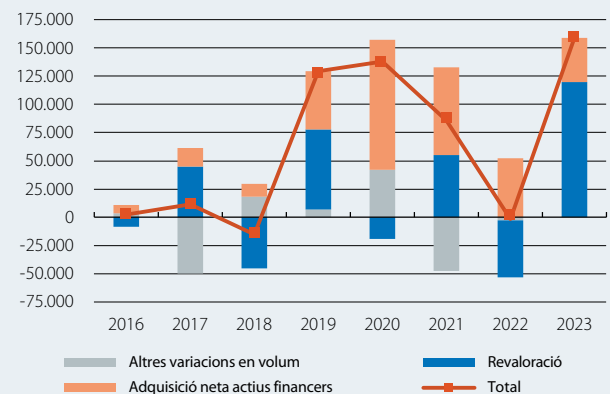
(Milions d'euros)



Nota: La inversió és la suma de la formació bruta de capital fix (adquisició d'habitatge nou i inversions d'autònoms en maquinària i en actuacions) i de la variació d'existències, de l'adquisició neta d'actius valuosos i de l'adquisició neta d'actius no produïts.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: variació d'actius financers de les llars

Variació anual (milions d'euros)



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

llars es van situar en el 51,0% del PIB, en relació amb el 56,7% del 2022. Es tracta del registre més baix des del 1T 2001 (vegeu l'últim gràfic). Aquest descens captura, en conjunció amb l'augment del PIB nominal, que, en el conjunt del 2023, les famílies van realitzar una amortització neta dels seus passius per valor de 8.500 milions, la qual cosa contrasta amb una adquisició neta de passius de +39.700 milions el 2022 i de +25.860 milions el 2021. En altres paraules, en un context de tipus d'interès més alts, les llars han reduït les seves posicions deutes. A això hi han contribuït també les amortitzacions hipotecàries anticipades arran de l'alça de tipus: en particular, el Banc d'Espanya² estima que, per al quintil de llars amb ingressos més elevats, les amortitzacions anticipades el 2023 van ser del 5% del seu saldo viu hipotecari a tipus variable.

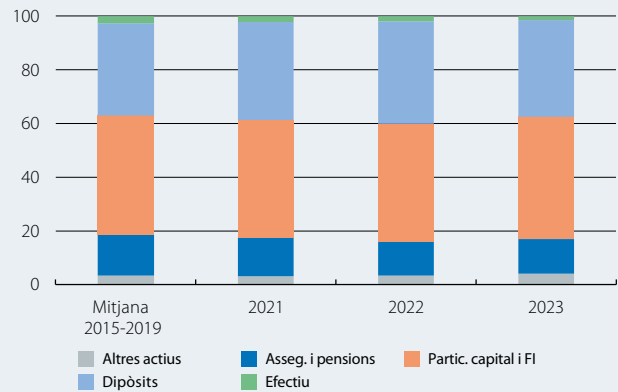
A causa d'aquesta notable caiguda dels passius financers en percentatge del PIB el 2023, es va produir un lleuger augment de la posició financera neta de les famílies de 0,9 punts en relació amb el 2022, fins al 142,8% del PIB, una ràtio que, en tot cas, supera notablement la registrada el 2019 (el 136%).

En definitiva, la bona marxa del mercat laboral ha permès un fort avanç de l'RBD de les llars el 2023. Aquest avanç, juntament amb un comportament més moderat de la despesa, ha permès augmentar de manera notable la capacitat de finançament de les famílies, que s'ha destinat tant a adquirir actius financers com a amortitzar deute. D'aquesta manera, les llars comencen el 2024 amb un balanç financer més sòlid, el qual hauria de ser un punt de suport per a l'avanç de l'activitat al llarg de l'any.

Javier Garcia-Arenas

Espanya: estructura de la riquesa financera de les llars

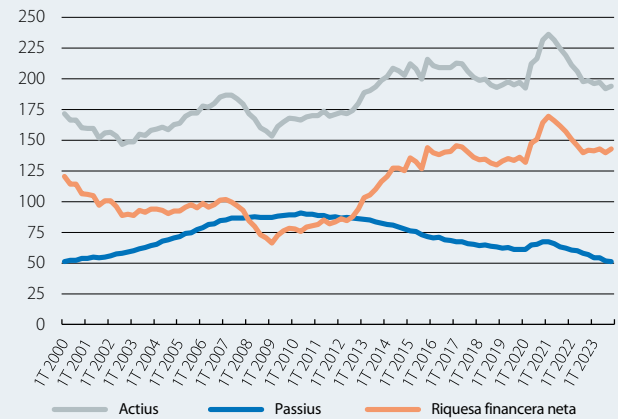
(% sobre el total)



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

Espanya: balanç financer de les llars

(% del PIB)



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

2. Vegeu l'[Informe de Estabilidad Financiera](#) del Banc d'Espanya de l'abril del 2024.

Les empreses espanyoles mantenen una posició financera sòlida

A Espanya, les empreses, en conjunt, han esquivat amb un èxit relatiu l'impacte dels diferents xocs que han sacsejat l'economia en els últims anys, com la crisi derivada de la pandèmia, l'encariment dels costos de producció (en especial, els energètics arran de la guerra a Ucraïna), o l'enduriment de la política monetària del BCE. Les dades del final del 2023 confirmen que, malgrat la caiguda de la renda, les empreses han continuat generant capacitat de finançament i reduint l'endeutament fins a mínims de més de dues dècades.

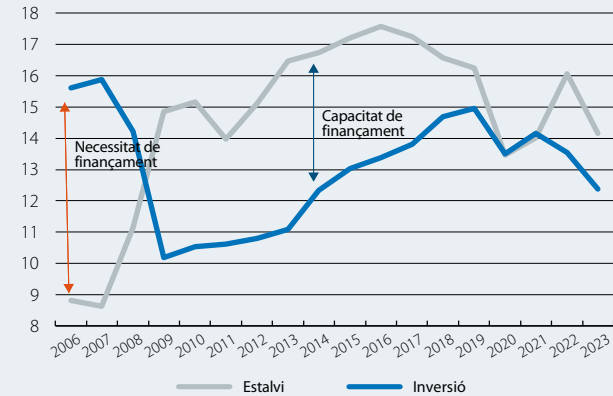
Després de dos anys de fort creixement, el 2023, la renda disponible empresarial¹ es va reduir el 4,3% interanual, ja que l'augment del benefici d'exploració² (el 3,6%) va ser àmpliament superat pel major pagament d'impostos sobre la renda de les societats (el 21%) i, sobretot, per l'augment de les rendes netes de la propietat a pagar (el 42,3%), tant per interessos³ com per dividendes. Malgrat la caiguda de la renda disponible, les empreses van continuar generant capacitat de finançament (quelcom que ve succeint de manera ininterrompuda des del 2009), ja que la inversió també es va contreure el 0,7% interanual, fins al 12,4% del PIB (el 13,5% el 2022): aquesta capacitat va ascendir a 32.028 milions d'euros (el 2,2% del PIB), tal com es pot veure al primer gràfic.

Com han utilitzat les empreses aquesta capacitat de finançament? Ateses les dades proporcionades pels comptes financers del Banc d'Espanya, s'ha destinat en exclusiva a despallanquejar-se i no a l'adquisició d'actius financers. Anem a pams: en primer lloc, l'endeutament consolidat (sense el deute entre empreses) es va reduir el 2023, per segon any consecutiu, en 11.866 milions d'euros (el -1,2%), fins a un total de 946.529 milions, quantitat equivalent al 64,7% del PIB, 6,5 punts menys que l'any anterior. Es tracta de la ràtio més baixa des del 2001, gairebé 3 punts inferior a la mitjana de la zona de l'euro i molt lluny dels màxims del 2009-2010, quan va vorejar el 120%⁴ (vegeu el segon gràfic). D'aquesta manera, l'any passat va prosseguir el despallanquejament empresarial iniciat el 2010 i interromput

1. Renda després del pagament d'impostos i del repartiment de dividendes, equivalent a l'estalvi empresarial.
2. Excedent brut d'exploració (EBE).
3. Malgrat que van créixer més els interessos cobrats, el volum dels pagats és major: abans dels serveis d'intermediació financera mesurats indirectament (SIFMI), els cobrats van créixer el 226%, fins als 14.046 milions d'euros, mentre que els pagats van ascendir a 40.178 milions. D'aquesta manera, els pagaments per interessos es van situar per damunt del 16% de l'EBE el 4T 2023 i gairebé van duplicar el registre de l'any anterior. En tot cas, els efectes adversos associats a les majors despeses per interessos van ser, en general, limitats. Vegeu Banc d'Espanya (2024), [Informe de Estabilidad Financiera \(primavera 2024\)](#), i Banc d'Espanya (2023), «[El efecto de la subida de los tipos de interés sobre la presión financiera de las empresas](#)», quadre 2, [Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas](#) (2n semestre del 2023).
4. En termes no consolidats, la ràtio de deute es va situar en el 81,7% del PIB, en relació amb el 92,2% del 2022, 13,7 punts per sota de la mitjana de la zona de l'euro.

Espanya: estalvi i inversió de les empreses no financeres

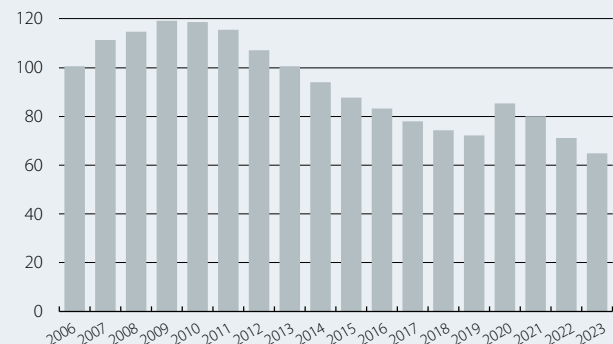
(% del PIB)



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

Espanya: deute consolidat de les empreses no financeres

(% del PIB)

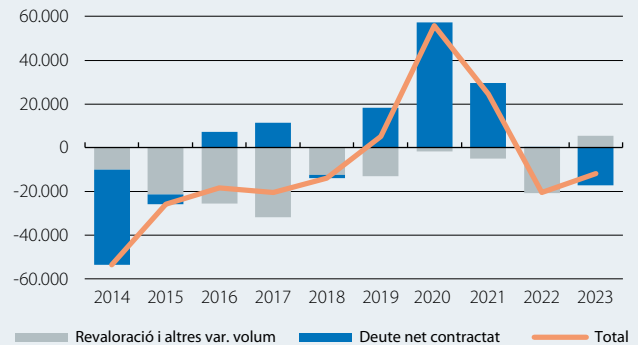


Nota: Deute materialitzat en valors representatius de deute i en préstecs; exclòs el deute amb altres empreses.

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

Espanya: variació del deute consolidat de les empreses no financeres

(Milions d'euros)



Nota: Deute materialitzat en préstecs i en valors representatius de deute; exclòs el deute amb altres empreses.

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

abruptament el 2020 per la pandèmia. Això va ser possible gràcies tant al fort increment del PIB nominal (denominador), el 8,6%, com al descens del saldo de deute (numerador). Aquesta caiguda del saldo de deute en 11.866 milions es correspon amb un deute net contret negatiu de 17.262 milions d'euros, la qual cosa representa la major amortització de deute des del 2014, materialitzada, la major part, en préstecs (prop del 70%), mentre que la resta van ser valors emesos de renda fixa (vegeu el tercer gràfic).

Arran de tot plegat, es confirma la tendència que es ve observant en els últims anys cap a un menor protagonisme dels préstecs bancaris (d'institucions financeres monetàries, IFM) en el finançament de les empreses: el 2023, van representar el 47,3% del deute consolidat total, gairebé 5 punts menys que abans de la pandèmia (vegeu el quart gràfic). El menor recurs a aquests préstecs és reemplaçat per l'emissió de títols de renda fixa, adquirits, sobretot, per institucions financeres i, fonamentalment, per préstecs concedits per no residents.

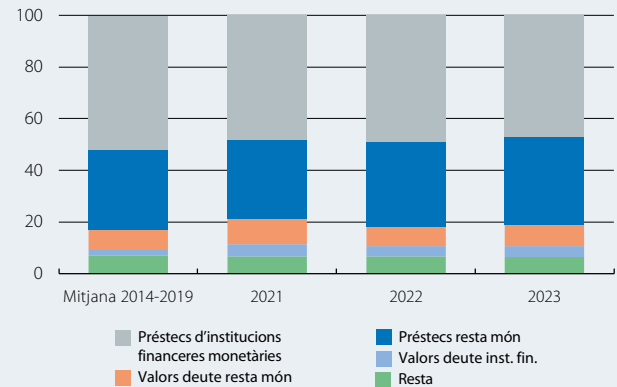
Pel que fa als actius financers de les empreses, es van incrementar el 2023 en 85.759 milions d'euros (el 2,8%, fins als 3,13 bilions). Aquest augment del saldo d'actius s'explica totalment per la forta revaloració anotada (101.711 milions), sobretot d'accions i de fons d'inversió (FI), en línia amb l'increment de les cotitzacions borsàries, ja que l'adquisició neta d'actius va ser negativa, de -16.234 milions (vegeu el cinquè gràfic). És a dir, les empreses van desinvertir, quelcom que no es produïa des del 2012: van reduir actius materialitzats en accions i FI i, en especial, en préstecs. En canvi, van augmentar l'efectiu, els dipòsits i els títols de renda fixa.

En tot cas, la riquesa financera de les empreses es continua materialitzant de forma majoritària en participacions en el capital d'altres empreses i en FI. Fins i tot, s'observa un augment del seu pes després de la pandèmia, fins a vorejar el 57% del total, 2 punts més que en la mitjana del 2014-2019. També augmenten, tot i que ho fan en menor mesura, l'efectiu i els dipòsits, mentre que perden rellevància els préstecs i altres actius, principalment crèdits comercials (vegeu l'últim gràfic).

En definitiva, en un context marcat per la resiliència de l'activitat econòmica, per unes condicions de finançament que s'aniran relaxant de forma progressiva i per un desplegament dels fons NGEU que s'haurà d'intensificar, tot fa pensar que, el 2024, les empreses mantindran la fortalesa financera a nivell agregat. Pel que fa a aquesta qüestió, el percentatge d'empreses amb un endeutament elevat es va reduir fins al 18,2% al final del 2023, en relació amb el 20% de l'any anterior. Tot això hauria d'afavorir la reactivació de la inversió, el component de la demanda més endarrerit en relació amb els nivells pre-pandèmia i l'enlairament definitiu del qual és imprescindible per prolongar el cicle expansiu actual.

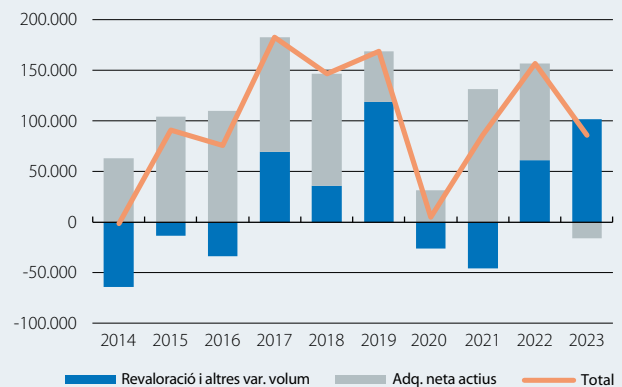
Sergio Díaz Valverde

Espanya: estructura del deute consolidat de les empreses no financeres
(% sobre el total)



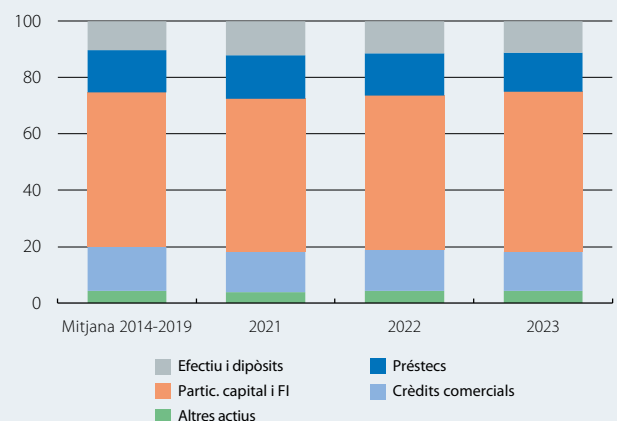
Nota: Exclòs el deute amb altres empreses.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.

Espanya: variació anual dels actius financers de les empreses no financeres
(Milions d'euros)



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

Espanya: estructura dels actius financers de les empreses no financeres
(% sobre el total)



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

Informe sobre Envel·liment 2024 i reforma de les pensions: tot el que necessites saber (i una mica més)

La publicació recent de l'Informe sobre Envel·liment 2024 (Ageing Report 2024) de la Comissió Europea és una fita rellevant per a l'avaluació prevista per al 2025 de la reforma de les pensions 2021-2023, la qual determinarà si és necessari adoptar mesures addicionals per assegurar la sostenibilitat del sistema.

Recordem les regles del joc: en el marc del Pla de Recuperació, el Govern es va comprometre amb la Comissió Europea que la despesa mitjana en pensions el 2022-2050 no superaria el 13,3% del PIB més l'aportació mitjana de les mesures que va adoptar per augmentar els ingressos en les reformes del 2021-2023.¹

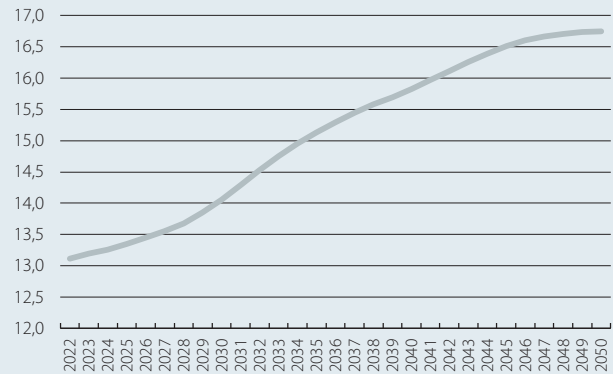
Aquesta regla sembla complexa, però, en realitat, és molt intuïtiva: el 13,3% és un registre molt similar a la despesa en pensions en percentatge del PIB del 2022. A partir d'aquí, la regla diu: si vols augmentar la despesa en relació amb els nivells actuals en percentatge del PIB, l'has de compensar amb mesures d'ingressos d'una quantia similar perquè el dèficit del sistema de pensions no augmenti.

La regla de despesa de les pensions contempla que l'AIRef doni una estimació definitiva el 2025 de l'aportació prevista d'aquestes mesures d'ingressos i que, considerant l'estimació de despesa que hagi fet l'últim informe sobre envel·liment (l'actual, perquè el pròxim no sortirà fins al 2027), dictaminin si són necessaris ajustos per complir el compromís del Govern. Així que, sense disposar de l'estimació de l'AIRef, aquest informe ja ofereix l'estimació de despesa en pensions que s'utilitzarà: en concret, el 15,1% del PIB² en la mitjana del 2022-2050.

Es tracta d'una despesa mitjana superior a la que tindríem en un escenari sense les reformes del sistema de pensions del 2021-2023 (vegeu el segon gràfic), per l'augment de la despesa que representen la indexació de les pensions amb la inflació i l'eliminació del factor de sostenibilitat.³ No obstant això, aquestes reformes no són el principal factor de l'augment de despesa en pensions en percentatge del PIB. En realitat, serà la demografia adversa, en especial fins al 2050, el principal factor que expliqui l'augment de

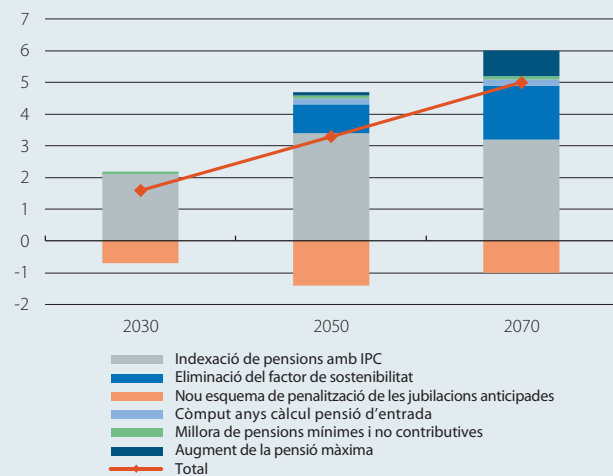
1. Augment del tipus de cotització d'1,2 punts el 2029 començant per 0,6 el 2023 (l'anomenat mecanisme d'equitat intergeneracional), augment de les bases de cotització, contribució de «solidaritat» per a rendes altes i nou règim de cotització per a autònoms.
 2. Caldrà veure si es pren el 15,1% o s'actualitza lleugerament en funció de les dades macroeconòmiques que aniran sortint l'any vinent (a l'informe s'utilitzen les previsions de la Comissió Europea de la tardor del 2023).
 3. Aquest mecanisme vinculava de forma automàtica l'augment de la pensió a l'esperança de vida, la qual cosa assegurava l'equilibri dels comptes de la Seguretat Social a llarg termini, però comportava una retallada en la pensió inicial en un rang que anava del 2% per a una persona que tingui avui 60 anys al 10% per a una persona que tingui avui 25 anys.

Espanya: despesa en pensions (% del PIB)



Nota: Inclou, a banda de les pensions contributives, les classes passives i les pensions no contributives.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Ageing Report 2024 (Comissió Europea).

Espanya: augment de la despesa en pensions en relació amb l'escenari prereformes i contribucions d'elements de les reformes (% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Ageing Report 2024 (Comissió Europea).

la despesa: la Comissió estima que la demografia tindrà una contribució a l'alça en la despesa en pensions de +10,5 p. p. entre el 2022 i el 2050, la qual cosa es veurà parcialment compensada per la caiguda prevista de la ràtio de substitució (la ràtio entre la pensió mitjana i el salari mitjà passarà del 64% actual al 56% el 2050), per l'augment de la taxa d'ocupació i pels incentius per ajornar l'edat de jubilació. La raó de la importància de la demografia és que, el 2022-2050, augmentarà molt el nombre de jubilats, i aquest augment no es veurà compensat per les noves entrades al mercat laboral, fins i tot amb fluxos migratoris dinàmics. Serveixi de referència que la Comissió projecta que la ràtio entre la població més gran de

64 anys i la població entre els 20 i els 64 anys passarà del 0,33 actual al 0,64 el 2050, nivell en què s'estabilitzarà entre el 2050 i el 2070.

Si l'AIReF troba que hi ha un desequilibri entre els ingressos i les despeses, el Govern haurà de plantejar un menú de mesures, que serà avaluat per l'AIReF. Aquestes conclusions hauran de servir perquè el Govern negociï amb els agents socials una proposta al Pacte de Toledo, d'increment dels ingressos, de reducció de la despesa o una combinació de tots dos. El Govern haurà d'enviar un projecte de llei el 2025 a les Corts, i, si no és aprovat, la cotització del Mecanisme d'Equitat Intergeneracional augmentarà linealment durant cinc anys per compensar l'excés estimat per l'AIReF.

Epíleg: tres exemples de com funciona la regla de despesa

Per veure, a la pràctica, com funciona la regla de despesa de pensions, un exemple (o, en aquest cas, tres) val més que mil paraules. Comparem quin ajust marcaria la regla de despesa a partir de les projeccions de despesa de l'*Informe sobre Envel·liment 2024* i les projeccions d'ingressos de l'informe mateix, les de l'AIReF realitzades a la primavera del 2023 i les de l'*Informe de sostenibilidad de pensiones* de la tardor del 2023 del Ministeri de Seguretat Social (MISMM).

L'*Informe sobre Envel·liment* preveu una despesa mitjana en pensions el 2022-2050 del 15,1% del PIB. No esmenta, explícitament, la seva estimació de l'aportació de les mesures d'ingressos, però sí que contempla un augment dels ingressos per cotitzacions de l'1,2% del PIB en la mitjana del 2022-2050, que, previsiblement, provenen, en la seva major part, d'aquestes noves mesures.⁴ Amb aquesta xifra, la despesa en pensions màxima en la mitjana del 2022-2050 seria de 13,3%+1,2% o, el que és el mateix, del 14,5% del PIB. Aquest 14,5% es compara amb la despesa mitjana del 15,1% prevista a l'*Informe sobre Envel·liment*, la qual cosa obligaria a adoptar mesures addicionals per eixugar aquesta desviació del 0,6% del PIB (8.800 milions d'euros).

Per la seva banda, l'AIReF va quantificar, inicialment, fa un any (abans de la revisió de la sèrie històrica del PIB de l'INE de la tardor passada i de les bones dades de l'últim any per al mercat laboral), l'impacte de les noves mesures d'ingressos en l'1,0% del PIB, la qual cosa permetria una despesa en pensions del 14,3% del PIB (13,3%+1%). Així les coses, i de nou comparant amb el 15,1% de despesa que dona l'*Informe sobre Envel·liment* i que coincideix amb l'estimat per l'AIReF fa un any, l'ajust seria del 0,8% del PIB (11.700 milions d'euros).

4. Als informes sobre envelliment anteriors, els ingressos per cotitzacions en percentatge del PIB es mantenien plans en tot l'horitzó de projecció, ja que no incorporaven encara les noves mesures.

Espanya: supòsits macroeconòmics subjacents a les projeccions de la despesa en pensions

	MISMM	AIReF	AR24
Creixement del PIB real 2023-2050 *	1,9%	1,3%	1,2%
Creixement productivitat per hora treballada 2023-2050 *	1,5%	1,1%	1,2%
Creixement ocupació (hores) 2023-2050 *	0,4%	0,2%	0%
Fluxos migratoris nets 2023-2050 *	308.000	229.000	242.000
Taxa de participació 2050 **	84,0%	68,4%	82,2%
Taxa d'atur 2050 ***	5,5%	7,0%	6,6%

Notes: * Creixement mitjà anual entre el 2023 i el 2050. ** La taxa de participació de l'AIReF no és comparable amb les del MISMM i l'AR24, ja que se situa en un rang entre els 15 i els 74 anys, mentre que les del MISMM i l'AR21 se situen entre els 20 i els 64 anys. *** La taxa d'atur de l'AIReF se situa entre els 15 i els 74 anys i les de l'AR24 i el MISMM, entre els 20 i els 64 anys.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades i de projeccions de l'Ageing Report 2024 (Comissió Europea), de l'Informe de sostenibilidad de pensiones del MISMM de la tardor del 2023 i dels documents tècnics de l'AIReF.

Finalment, el MISMM va quantificar les noves mesures d'ingressos en l'1,7% del PIB, la qual cosa significa que es podria gastar en pensions fins al 13,3%+1,7% = 15,0% del PIB. Considerant la referència de despesa de l'*Informe sobre Envel·liment* del 15,1%, l'ajust a realitzar seria mínim. Cal destacar que aquest 1,7% se situa en la banda alta de les diferents estimacions realitzades i reflecteix un escenari macroeconòmic més optimista que el de l'*Informe sobre Envel·liment*, amb un major creixement potencial, majors fluxos migratoris nets i una taxa d'activitat més dinàmica (vegeu la taula amb les diferències).

En definitiva, per saber si caldrà adoptar mesures addicionals sobre les pensions el 2025, necessitem només dues xifres. Una és la despesa mitjana en pensions del 2022-2050 proveïda per l'*Informe sobre Envel·liment*, i ja la tenim. L'altra és l'estimació final de l'AIReF sobre l'impacte mitjà en el mateix horitzó de les mesures d'ingressos de les reformes de pensions recents, i això ho sabrem d'aquí a un any.

Javier Garcia-Arenas

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Indústria									
Índex de producció industrial	2,2	-1,1	-2,3	-2,2	-0,5	-	1,5	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-0,8	-6,5	-5,2	-8,2	-8,1	-5,2	-4,6	-5,7	-4,4
PMI de manufactures (valor)	51,0	48,0	48,5	47,3	45,9	50,7	51,5	51,4	52,2
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	15,4	1,2	1,7	4,3	0,6	-	-0,8	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	29,0	0,3	3,3	-3,2	-9,0	-	-9,5	...	...
Preu de l'habitatge	7,4	4,0	3,6	4,5	4,2	...	-	-	-
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	129,8	18,9	40,7	21,9	18,9	15,8	16,2	15,8	...
PMI de serveis (valor)	52,5	53,6	56,0	50,9	51,2	54,3	54,7	56,1	56,2
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,3	2,5	2,5	2,1	2,8	0,9	1,8	0,6	...
Matriculacions d'automòbils	-3,0	18,5	9,9	6,9	11,9	4,2	9,9	-4,7	23,1
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-16,1	-19,1	-17,3	-17,2	-15,9	-14,7
Mercat de treball									
Població ocupada ²	3,6	3,1	3,2	3,4	3,6	3,0	-	-	-
Taxa d'atur (% de la població activa)	13,0	12,2	11,7	11,9	11,8	12,3	-	-	-
Afiliats a la Seguretat Social ³	3,9	-	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6	2,4
PIB	5,8	2,5	2,0	1,9	2,1	2,4	-	-	-

Preus

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
General	8,4	3,6	3,1	2,8	3,3	3,1	2,8	3,2	3,3
Subjacent	5,1	6,1	6,2	6,0	4,5	3,5	3,5	3,3	2,9

Sector exterior

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	22,9	-1,4	12,3	4,5	-1,4	-	-3,7	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	33,4	-7,2	10,7	-1,2	-7,2	-	-8,3	...	...
Saldo corrent	8,2	38,0	28,7	35,8	38,0	-	40,5	...	...
Béns i serveis	16,3	60,3	42,6	54,6	60,3	-	62,5	...	...
Rendes primàries i secundàries	-8,1	-22,3	-14,0	-18,8	-22,3	-	-22,0	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	20,7	53,9	42,6	50,0	53,9	-	55,7	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers⁴

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	4,9	0,6	0,4	-0,3	0,4	2,4	2,2	3,4	...
A la vista i estalvi	7,9	-4,5	-4,0	-6,9	-7,6	-6,6	-7,0	-5,2	...
A termini i preavis	-19,7	51,9	40,1	69,5	90,4	103,7	109,2	95,7	...
Dipòsits d'AP	9,6	8,7	6,8	11,3	9,4	27,2	38,4	43,6	...
TOTAL	5,2	1,1	0,8	0,5	1,0	4,1	4,6	6,2	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	-2,5	-2,2	-3,4	-3,7	-2,9	-2,8	-2,5	...
Empreses no financeres	0,9	-3,4	-2,7	-4,6	-5,2	-4,0	-3,9	-3,7	...
Llars - habitatges	1,0	-2,6	-2,4	-3,4	-3,3	-2,8	-2,8	-2,5	...
Llars - altres finalitats	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	0,3	...
Administracions públiques	0,2	-3,4	-3,3	-4,6	-5,5	-2,9	-1,8	-4,7	...
TOTAL	0,7	-2,6	-2,3	-3,4	-3,8	-2,9	-2,8	-2,7	...
Taxa de morositat (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	...	3,6	...	...

Notes: 1. Sense estacions de servei i deflactat. 2. Estimació de l'EPA. 3. Dades mitjanes mensuals. 4. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 5. 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.

L'economia portuguesa va començar el 2024 més forta del que s'esperava

El PIB sorprèn a l'alça en el 1T, amb un creixement intertrimestral del 0,7%, segons la primera estimació provisional realitzada per l'INE, i supera, així, la nostra previsió del 0,4%, la qual cosa introdueix riscos a l'alça en la nostra previsió per al conjunt de l'any, que se situava en l'1,6%. Aquest comportament es va correspondre amb una aportació positiva al creixement trimestral de la demanda externa, mentre que la demanda interna es va veure afectada negativament per la caiguda de la inversió, tot i que el consum privat va anotar una acceleració.

La inflació reprèn la senda de descens. La inflació general es va moderar 1 dècima, fins al 2,2%, a l'abril, i la subjacent, fins al 2,0%, des del 2,5% del març. No obstant això, la dinàmica mensual de la inflació subjacent continua sent més elevada que la mitjana dels últims anys abans de la pandèmia, situació que pot estar relacionada amb el manteniment d'una inflació elevada en el component de serveis. De cara als propers mesos, no descartem algun nou repunt de la inflació. De fet, és previsible que, al maig, els efectes base també es facin sentir en la inflació dels productes alimentaris no elaborats i de l'energia (al maig del 2023, van caure mensualment el 2,3% i l'1,7%, respectivament).

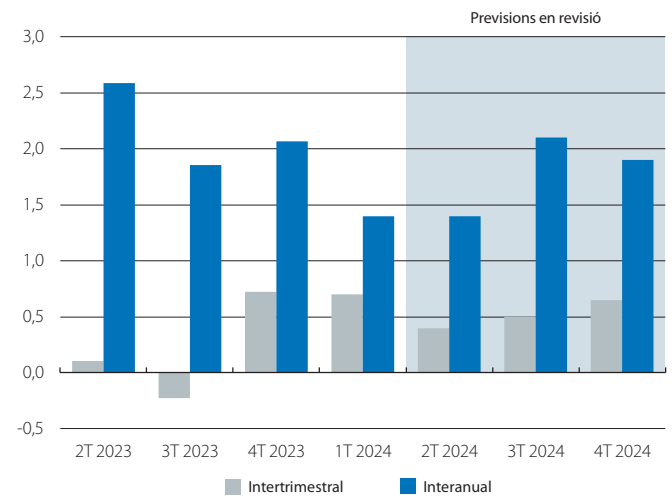
L'ocupació continua evolucionant de forma positiva i manté taxes de creixement pròximes al 2% interanual. Al seu torn, la taxa d'atur es va estabilitzar en el 6,5% al març, per cinquè mes consecutiu, i l'atur registrat va caure al març per segon mes consecutiu. En sentit negatiu, les ofertes de feina, malgrat haver-se recuperat en els tres primers mesos de l'any, es mantenen en nivells molt baixos.

El dèficit comercial amb l'exterior es continua reduint. La publicació de l'estimació d'exportacions i importacions de béns en el 1T suggereix que, en termes nominals, el dèficit comercial s'ha reduït el 12% interanual i s'ha apropat als 5.800 milions d'euros. Aquest comportament s'ha degut a la feblesa notable de les importacions, condicionades, principalment, per la correcció dels preus dels béns energètics, mentre que les exportacions de béns haurien registrat una contracció.

Bon tancament del sector turístic en el 1T. En els tres primers mesos de l'any, es van registrar 5,5 milions d'hostes i 13,4 milions de pernотacions en establiments d'allotjament turístic, la qual cosa representa un creixement del 7,7% i del 7,1% en relació amb el mateix període del 2023, respectivament. Aquest bon comportament va estar influït, en part, per l'efecte calendari, atès que, enguany, el període vacacional associat a la Setmana Santa va caure al final de març, mentre que, l'any passat, va ser a l'abril. El creixement va ser major entre els no residents (el +8,7% en el cas de les pernотacions) que entre els residents (el +3,9% en pernотacions). Entre els no residents, els britànics van ser el principal mercat, ja que van concentrar el 16% de les pernотacions, tot i que els nord-americans van registrar una de les majors taxes de creixement (el +18% en relació amb el 1T 2023).

Portugal: PIB

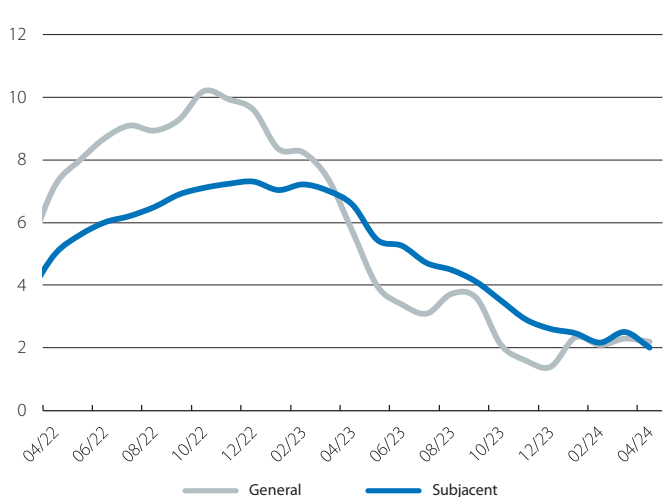
Variació (%)



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

Portugal: IPC

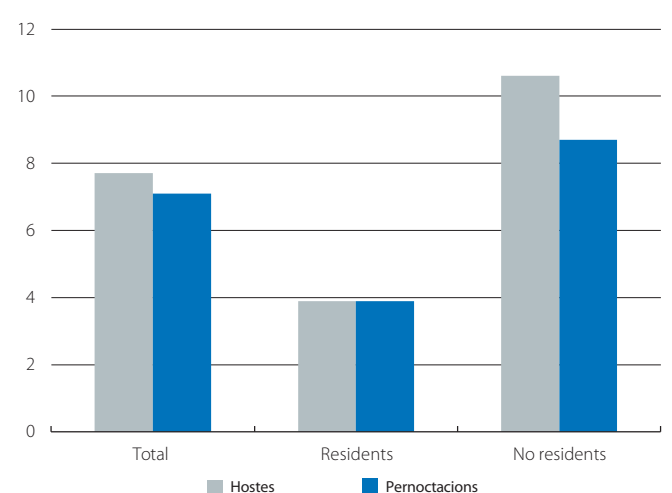
Variació interanual (%)



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

Portugal: hostes i pernотacions

Variació del 1T 2024 en relació amb el 1T 2023 (%)



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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Índex coincident d'activitat	5,7	3,3	3,6	3,3	2,7	2,3	2,3	2,2	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	-3,1	-5,4	-4,5	-3,5	1,1	0,8	3,5	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-3,4	-7,4	-5,6	-9,4	-9,5	-7,5	-7,7	-6,6	-6,2
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,2	5,8	1,3	9,7	2,2	...	-9,8	...	...
Compravenda d'habitatges	1,3	-18,7	-22,9	-18,9	-11,4	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	13,8	9,1	9,1	8,1	6,4	5,5	5,5	6,5	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	158,9	19,1	52,6	24,9	19,1	13,1	14,5	13,1	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	15,1	7,5	13,4	5,8	-0,2	6,9	7,1	8,7	8,4
Consum									
Vendes comerç al detall	5,5	1,1	1,8	0,6	0,6	1,4	2,6	1,4	...
Indicador coincident del consum privat	3,9	2,5	2,8	2,8	2,4	2,4	2,4	2,6	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-29,7	-28,6	-29,4	-22,8	-27,2	-24,6	-24,4	-22,6	-20,4
Mercat de treball									
Població ocupada	2,2	2,0	2,8	2,2	1,6	...	1,9	2,0	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,2	6,5	6,1	6,1	6,6	...	6,6	6,5	...
PIB	6,8	2,3	2,6	1,9	2,1	1,4	-	-	-

Preus

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
General	7,8	4,4	4,4	3,5	1,7	2,2	2,1	2,3	2,2
Subjacent	5,6	5,1	5,7	4,4	3,0	2,3	2,1	2,5	2,0

Sector exterior

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	23,2	-1,1	11,8	3,0	-1,1	...	-2,2	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	31,7	-4,2	12,5	1,1	-4,2	...	-5,5	...	...
Saldo corrent	-2,8	3,6	1,5	4,1	3,6	...	4,6	...	...
Béns i serveis	-4,7	3,3	-0,3	2,1	3,3	...	4,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,9	0,4	1,9	2,0	0,4	...	0,6	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	-0,5	7,2	4,5	7,3	7,2	...	8,4	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	6,4	-2,3	-2,1	-2,6	-2,3	2,7	1,0	2,7	...
A la vista i estalvi	7,3	-14,8	-9,0	-9,4	-14,8	-11,2	-13,6	-11,2	...
A termini i preavis	5,2	14,8	7,5	6,9	14,8	20,2	20,1	20,2	...
Dipòsits d'AP	12,4	-12,4	1,4	5,5	-12,4	9,1	-4,4	9,1	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,0	-2,4	-2,6	2,9	0,8	2,9	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,7	-1,5	-1,2	-1,8	-1,5	-0,8	-1,1	-0,8	...
Empreses no financeres	-0,6	-2,1	-3,5	-3,5	-2,1	-1,9	-2,0	-1,9	...
Llars - habitatges	3,2	-1,5	0,1	-0,9	-1,5	-0,8	-1,2	-0,8	...
Llars - altres finalitats	2,9	0,2	0,4	-0,8	0,2	2,0	1,7	2,0	...
Administracions públiques	-2,7	-5,5	0,6	-1,4	-5,5	5,9	-3,2	5,9	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,1	-1,8	-1,7	-0,6	-1,2	-0,6	...
Taxa de morositat (%)²	3,0	2,7	3,1	2,9	2,7	...	-	-	-

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.

Coneix les nostres publicacions:



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 de Turisme 1S 2024

Després del fort sotrac que va suposar la pandèmia per al sector, la recuperació del turisme internacional a Espanya es pot donar per pràcticament completada. Entre els 10 principals receptors mundials de turisme, Espanya ha estat la segona destinació a superar el nombre de turistes internacionals pre-COVID.



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 trimestres.



Informe Sectorial Immobiliari 1S 2024

Fem balanç d'un 2023 més positiu del que s'esperava en el sector immobiliari i oferim les nostres previsions per al 2024-2025. També analitzem el paper de la demografia en la demanda d'habitatge a Espanya, les perspectives per al mercat immobiliari comercial espanyol i l'evolució dels mercats immobiliaris de les principals economies avançades.

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:

Economia en temps real

Segueix l'evolució de l'economia espanyola a través dels nostres indicadors en temps real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

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

