

IM06

INFORME MENSUAL

NÚMERO 490 | JUNY 2024



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS

La paraula de moda al nou escenari internacional: divergència

ECONOMIA INTERNACIONAL

Sector immobiliari xinès: un diagnòstic actualitzat

ECONOMIA ESPANYOLA

Nou escenari econòmic: l'economia espanyola torna a sorprendre a l'alça

Observatori Sectorial de CaixaBank: una mirada a l'evolució de l'economia espanyola des dels seus sectors d'activitat

Enquesta Financera de les Famílies: Espanya no és un país per a joves

On s'ha concentrat la caiguda de la taxa de temporalitat?

DOSSIER: UNIDA EN LA DIVERSITAT: ELS DESAFIAMENTS ECONÒMICS D'EUROPA

Moment Europa: és hora de reforçar la nostra competitivitat

Intel·ligència artificial: reptes i oportunitats per a Europa

El creixement de la productivitat a Europa: baix, desigual i en desacceleració

Per què Europa necessita una Unió del Mercat de Capitals?

INFORME MENSUAL

Juny 2024

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i per BPI Research (UEEF)

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@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***Javier García-Arenas**

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)www.bancobpi.pt /[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros)[e-mercados/mercados-financeiros](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:

10 de juny de 2024

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS**

- 9 *La paraula de moda al nou escenari internacional: divergència*
Rita Sánchez Soliva

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

- 14 *Sector immobiliari xinès: un diagnòstic actualitzat*
Luís Pinheiro de Matos

19 ECONOMIA ESPANYOLA

- 21 *Nou escenari econòmic: l'economia espanyola torna a sorprendre a l'alça*
Zoel Martín Vilató

- 23 *Observatori Sectorial de CaixaBank: una mirada a l'evolució de l'economia espanyola des dels seus sectors d'activitat*
Pedro Álvarez Ondina

- 25 *Enquesta Financera de les Famílies: Espanya no és un país per a joves*
Javier García-Arenas, Josep Mestres i Judit Montoriol

- 27 *On s'ha concentrat la caiguda de la taxa de temporalitat?*
Nuria Bustamante i Sergio Díaz

31 ECONOMIA PORTUGUESA

- 33 *Turisme a Portugal: balanç del 2023 i arrencada del 2024*
Tiago Belejo Correia

36 DOSSIER: UNIDA EN LA DIVERSITAT: ELS DESAFIAMENTS ECONÒMICS D'EUROPA

- 36 *Moment Europa: és hora de reforçar la nostra competitivitat*
Javier García-Arenas

- 38 *Intel·ligència artificial: reptes i oportunitats per a Europa*
CaixaBank Research

- 40 *El creixement de la productivitat a Europa: baix, desigual i en desacceleració*
Oriol Aspachs i Erik Solé

- 43 *Per què Europa necessita una Unió del Mercat de Capitals?*
CaixaBank Research

El gran repte de l'economia espanyola: millorar la productivitat

L'economia espanyola presenta un ritme de creixement dinàmic però difícilment sostenible a mitjà termini. En gran part, se sustenta en el creixement de l'ocupació. En canvi, l'avanç de la productivitat és més aviat modest. Perquè l'augment de l'activitat econòmica perduri en el temps i es transformi en una millora del benestar de tots els ciutadans, és imprescindible capgirar aquesta situació. És desitjable que el creixement de l'activitat econòmica sigui impulsat, fonamentalment, per les millores en allò que es produeix durant la jornada laboral: la productivitat.

El repte no és nou, ve de lluny. Des del 1996, el PIB ha crescut, de mitjana anual, un 2,0%. De llavors ençà, el ritme de creixement de l'ocupació ha estat de l'1,6%. En canvi, el ritme al qual ha crescut la productivitat (mesurada com el PIB en termes reals per hora treballada) ha estat del 0,7% (les hores treballades per treballador s'han reduït). El camí que queda per recórrer és llarg. A més a més, en els últims anys, l'economia ha transitat en direcció contrària a la desitjada. Des del 2014, el PIB ha continuat creixent, de mitjana, a un ritme del 2,0% anual. En canvi, l'ocupació ha avançat un 1,8% i la productivitat, un 0,4%.

El creixement de la productivitat, a més de desaccelerar-se, s'ha mantingut per sota del de la UE. Des del 2014, el creixement de la productivitat de l'economia europea ha estat, de mitjana, del 0,8%. Així, l'economia espanyola, que l'any 2014 presentava una productivitat similar a la del conjunt de la UE (en termes de PIB mesurat en paritat de poder adquisitiu per hora treballada), l'any 2023, es va situar més d'un 4% per sota. Recuperar el terreny perdut no és una tasca fàcil. Si la productivitat de la UE continua creixent al mateix ritme i l'economia espanyola multiplica per quatre el ritme d'avanç, es tornarà a situar al mateix nivell que la UE al voltant del 2030.

Entre els anys 2010 i 2014, la productivitat a Espanya va créixer un 1,6%, així que el repte no és inassolible, tot i que allò va ser resultat d'un context particular. Per augmentar el creixement de la productivitat de manera duradora, no hi ha una recepta màgica, i les palanques que s'han d'activar són múltiples. Destacaria tres àmbits en què actuar. En primer lloc, la inversió, tant en capital físic com en capital humà, tant en quantitat com en qualitat. El marge de millora és ampli quan es comparen les xifres de l'economia espanyola amb les dels principals països desenvolupats.

En segon lloc, la dimensió de les empreses. A Espanya, el pes de les empreses més grans és inferior al que tenen a les principals economies avançades. Les empreses més grans són, en general, més productives que les petites. En part, perquè les empreses més exitoses, que solen ser les més productives, creixen més. Però les empreses més grans també solen ser més productives perquè tenen massa crítica per a determinades inversions i en poden treure més profit. Així, la seva capacitat per innovar i per invertir en talent sol ser superior. En el context actual, això és especialment rellevant.

Finalment, la composició sectorial. Els sectors presenten diferents nivells de productivitat, la qual, a més a més, creix a un ritme diferent en funció del sector. A Espanya, els sectors amb un nivell més baix de productivitat tenen més pes que als països de referència, i aquest pes, de fet, ha augmentat en els últims anys. Però l'economia espanyola també està composta de sectors molt productius, la productivitat dels quals presenta un bon ritme de creixement, com la indústria manufacturera, les activitats professionals, científiques i tècniques, o els serveis de la informació i les telecomunicacions. Totes les mesures que facilitin el desenvolupament d'aquests sectors redundaran en un major creixement de la productivitat del conjunt de l'economia espanyola.

L'objectiu està identificat i diagnosticat des de fa temps, però és difícil assolir-lo. Requereix paciència, perquè necessita temps. Requereix recursos, públics i privats, perquè transformar el teixit productiu és costós i arriscat, en especial en temps de canvis tecnològics disruptius. I requereix determinació i cooperació entre les institucions i els agents implicats, precisament perquè el repte és majúscul. Molts requeriments, tots difícils d'assolir. Per aquest motiu augmentar la productivitat és el gran repte de l'economia espanyola.

Oriol Aspachs

Juny de 2024

Cronologia

MAIG 2024

- 31** L'agència Standard & Poor's rebaixa la nota creditícia de França d'AA a AA-.

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.

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.

Agenda

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).

JULIOL 2024

- 1** Portugal: ocupació i atur (maig).
2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).
 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (juny).
10 Espanya: comptes financers (1T).
15 Xina: PIB (2T).
18 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
19 Portugal: ràting DBRS.
22 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (maig).
25 Portugal: cartera de crèdit i dipòsits (juny).
 EUA: PIB (2T).
26 Espanya: enquesta de població activa (2T).
30 Espanya: avanç del PIB (2T).
 Espanya: avanç de l'IPC (juliol).
 Portugal: avanç del PIB (2T).
 Zona de l'euro: PIB (2T).
 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juliol).
30-31 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
31 Espanya: execució pressupostària de l'Estat (juny).
 Portugal: avanç de l'IPC (juliol).
 Portugal: execució pressupostària (juny).
 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (juliol).

Quo vadis Europa?

Les eleccions al Parlament d'aquest mes de juny s'han celebrat en un moment clau per al procés de construcció europea, atesos els desafiaments econòmics, polítics i socials que haurà d'afrontar el nostre continent en els propers anys. Molts d'aquests reptes s'analitzen al [Dossier](#) dedicat al tema d'aquest *Informe Mensual*. Des de la pèrdua de competitivitat en un món sotmès a una reconfiguració de les cadenes de valor i de les relacions entre blocs econòmics, fins als desafiaments financers que comportarà reforçar una política de defensa enmig de la transició energètica, sense oblidar els reptes vinculats a l'ampliació i a la necessitat de reforçar el marc institucional.

Si Europa només avança en moments de crisi, com s'ha posat de manifest en els 15 últims anys amb els fons NGEU (COVID) o amb la supervisió única (crisi financera), l'oportunitat és immillorable si tenim en compte l'exigent context geopolític internacional actual. Aquest moment Zeitenwende (punt d'inflexió o canvi d'era), amb l'expressió utilitzada recentment per Macron i per Scholz, hauria de ser afrontat de manera ambiciosa per establir els pilars de la unió econòmica i política per a les properes dècades. L'alternativa és vacil·lar, dubtar, ajornar decisions, un retorn de l'avatar hamletic que moltes vegades, al llarg de la seva història, ha representat a la UE, com ens ho ha recordat Timothy Garton Ash al seu excel·lent *Europa. Una història personal*. I el risc d'aquesta inacció és la «mort d'Europa» tal com la coneixem en l'actualitat, com ho ha posat de manifest en les últimes setmanes, no sense un cert dramatisme, el president de la República Francesa.

Per tant, com gairebé sempre, la solució dels reptes és més, i no menys, Europa. Mantenir el ritme de transferència de sobirania a les institucions europees, fins i tot sent conscients que els avanços en la unió fiscal o política s'enfrontaran a forces centrífugues de tota mena, en un moment en què la pròxima ampliació complicarà tot el marc institucional (i financer). En aquest context, el menú de temes econòmics prioritaris per avançar a la zona de l'euro no és gaire diferent de l'existent abans de les eleccions europees del 2019: completar la unió bancària amb un fons de garantia de dipòsits europeu, avançar en la unió dels mercats de capitals i en la integració dels mercats de serveis, enfortir el paper de l'euro com a moneda de reserva internacional o crear un actiu lliure de risc europeu. És cert que la conjuntura ha estat exigent i que s'han ajornat avanços en temes estructurals que demandaven un grau elevat de consens, però cada vegada és més important tancar les potencials vies d'aigua si es vol avançar en la Unió

Econòmica i Monetària. Mentrestant, per l'horitzó apareix un trilema de política econòmica que s'haurà d'abordar a mitjà termini, el qual està compost per tres eixos: nova política de seguretat i defensa, autonomia estratègica oberta i transició energètica. Un enorme repte financer que obligarà a recompondre el marc pluriennal de finançament i a encaixar-lo dins els límits que pot representar el nou Pacte d'Estabilitat, tenint en compte que les arques europees estan exhaustes després d'haver hagut d'afrontar els xocs d'oferta patits en els últims anys, com ho posen de manifest les ràtios actuals de deute públic a la UE-27 (el 82,6%) o a la zona de l'euro (el 89,9%). Per tant, caldrà fer front a molts desafiaments amb un espai fiscal limitat i amb un BCE que haurà d'adaptar la dimensió de la seva cartera de deute públic a un entorn molt diferent del que va justificar l'ús intensiu d'eines no convencionals.

Amb l'anàlisi dels reptes que cal abordar coberta amb la publicació dels informes de Letta i, pròximament, de Draghi (innovació, competitivitat, escala, dèficit d'estalvi, seguretat econòmica i de defensa, dotació de béns públics europeus, etc.), queda posar-se a la feina. El grau d'ambició de la pròxima legislatura determinarà el pes de la regió en un món irreversiblement abocat a una divisió en blocs, la qual cosa augmenta el risc de no reduir la dependència en energia o en tecnologia (xips, IA, etc.) o de mantenir el creixement en una zona pròxima a l'«estancament secular». Els equilibris polítics a la regió no facilitaràn la tasca i poden comportar que, ateses les reticències de certes jurisdiccions a l'hora de cedir més sobirania, els pròxims avanços es realitzin a diverses velocitats. Mentrestant, caldrà abordar una nova ampliació amb una complexitat gens menyspreable, tenint en compte els països involucrats. Pot semblar que hi ha massa coses damunt la taula, però l'únic que no està permès en la cruïlla a la qual s'enfronta Europa és la paràlisi i la complaença.

José Ramón Díez

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	5,00	4,00
SOFR 3 mesos	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,35	3,35
SOFR 12 mesos	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,90	3,50
Deute públic 2 anys	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	3,90	3,30
Deute públic 10 anys	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	4,00	3,60
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	3,15	2,40
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,25
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,93	2,28
Euríbor 3 mesos	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,94	2,30
Euríbor 6 mesos	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,98	2,38
Euríbor 12 mesos	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	3,03	2,46
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	2,30	2,42
Deute públic 5 anys	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,43	2,57
Deute públic 10 anys	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,85	3,00
Prima de risc	11	158	73	105	98	85	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,51	2,66
Deute públic 5 anys	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,57	2,75
Deute públic 10 anys	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,75	3,00
Prima de risc	19	297	65	97	63	75	80
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,06	1,10
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	86,0	78,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	81,1	70,9

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	4,4	2,9	6,5	3,5	3,2	3,1	3,3
Països desenvolupats	2,7	1,0	5,7	2,6	1,6	1,6	1,7
Estats Units	2,7	1,5	5,8	1,9	2,5	2,4	1,8
Zona de l'euro	2,2	0,3	5,9	3,5	0,5	0,8	1,7
Alemanya	1,6	0,8	3,1	1,9	0,0	0,2	1,2
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	0,9	1,3
Itàlia	1,5	-1,0	8,3	4,1	1,0	0,8	1,5
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,7	2,3
Espanya	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	2,4	2,3
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	0,5	0,6
Països emergents i en desenvolupament	6,4	4,4	7,0	4,1	4,3	4,1	4,3
Xina	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,8	4,2
Índia	7,2	5,7	10,3	6,7	7,7	6,6	6,8
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	5,9	-1,3	3,7	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	5,9	0,1	2,8	3,6
INFLACIÓ							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,8	5,8	4,3
Països desenvolupats	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,7	2,1
Estats Units	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	3,2	2,2
Zona de l'euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	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	2,5	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	2,5	2,1
Espanya	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,2	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	8,3	7,9	5,9
Xina	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,5	1,7
Índia	4,6	7,2	5,1	6,7	5,7	4,8	4,6
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,6	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	4,1	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	2,2	2,4
Consum de les AP	5,0	1,3	3,4	-0,2	3,8	1,4	1,0
Formació bruta de capital fix	5,6	-2,0	2,8	2,4	0,8	2,5	3,6
Béns d'equipament	4,9	-0,8	4,4	1,9	-1,6	2,1	4,6
Construcció	5,7	-3,4	0,4	2,6	2,3	3,1	3,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,5	-0,9	6,6	2,9	1,7	1,9	2,3
Exportació de béns i serveis	4,7	1,1	13,5	15,2	2,3	2,7	2,4
Importació de béns i serveis	7,0	-1,0	14,9	7,0	0,3	1,8	2,5
Producte interior brut	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	2,4	2,3
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,9	7,1	3,7	3,2	2,7	2,2
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,9	13,0	12,2	11,6	11,1
Índex de preus de consum	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,2	2,5
Costos laborals unitaris	3,0	1,2	1,0	0,9	6,0	4,6	3,0
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,9	-0,2	0,8	0,6	2,6	2,7	2,7
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	-6,7	-4,7	-3,6	-3,0	-2,6

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

Previsions

Incertesa en la perspectiva dels tipus d'interès

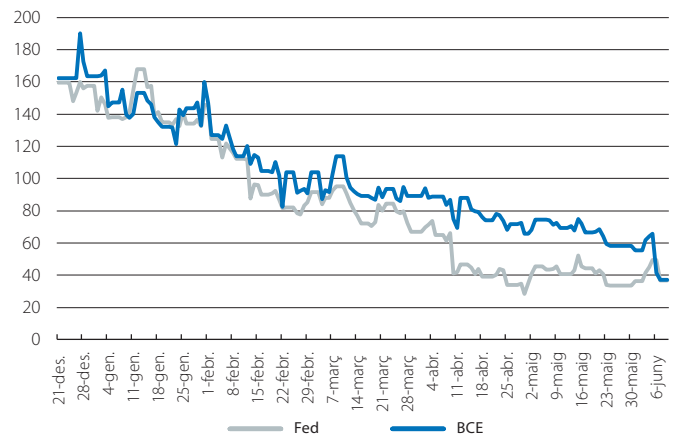
Quan baixaran el BCE i la Fed els tipus d'interès i quantes vegades ho faran el 2024? Són les dues preguntes clau que tenen en ment els inversors i que han estat el fil conductor dels mercats financers durant una gran part de l'any i, molt clarament, durant l'últim mes. Els inversors busquen la resposta a aquestes dues incògnites en les dades macroeconòmiques i en els comentaris dels oficials dels bancs centrals que puguin aclarir el camí. Així, en les últimes setmanes, la direcció dels mercats ha anat canviant al so del que suggerien les dades. Inicialment, arran d'uns indicadors que van mostrar un alleujament inflacionista i un cert refredament de l'activitat, les rendibilitats sobiranes van caure i les borses van repuntar, però no van trigar a fer mitja volta davant algunes dades que van generar dubtes sobre un retorn ràpid de la inflació al 2% o davant alguns comentaris de to més aviat *hawkish* per part dels bancs centrals. En balanç, al maig i a l'inici del juny, van experimentar anades i vingudes en la cotització dels actius financers a mesura que els inversors tractaven d'aclarir les futures decisions del BCE i de la Fed.

Europa lidera el cycle de baixades. Al maig, el banc central suec Riksbank va anunciar una retallada de 25 p. b. del tipus d'interès, fins al 3,75%, i es va convertir, així, en el segon banc central de les economies desenvolupades que baixava tipus, després del Banc de Suïssa, que havia iniciat el cycle de baixades al març. Més tard s'hi va unir el BCE, que va anunciar una baixada de 25 p. b. a la reunió del juny i va dur el tipus *depo* al 3,75% i el *refi* al 4,25%, tal com ja el descomptaven àmpliament els mercats. Els dubtes se centren ara en el ritme de descensos durant la resta de l'any. La presidenta Lagarde va ser molt emfàtica en el seu missatge de dependència de les dades abans de prendre noves decisions i va recalcar que abaixar els tipus al juny no comporta un compromís de futures retallades. Els mercats van llegir aquest èmfasi en clau *hawkish*, i, tot i que, al començament del maig, els mercats monetaris anticipaven tres baixades, al tancament d'aquesta publicació, només en descompten una més (de manera que les retallades del 2024 quedarien reduïdes a dues). I és que, als comentaris de Lagarde, cal sumar-hi un creixement del PIB en el 1T millor del que s'esperava i una inflació que disminueix més lentament i que genera dubtes als mercats sobre si el BCE concretarà tantes baixades com les anticipades al començament de maig.

Mentrestant, uns altres esperaran a la tardor. També a Europa, el Banc d'Anglaterra, tot i que és cert que no va abaixar tipus a la reunió del maig, es va mostrar més *dovish* en el seu to, i, fins i tot, dos membres van votar a favor d'una retallada de tipus. No obstant això, després d'un repunt de la inflació a l'abril i de l'anunci de l'avançament de les eleccions parlamentàries al començament del juliol, tot fa pensar que les retallades de tipus d'interès s'iniciaran després de l'estiu. També s'anticipa que la Fed esperarà fins llavors per abaixar per primera vegada els tipus en 25 p. b., amb la incertesa sobre el mes exacte i sobre quants cops ho farà. En les últimes setmanes, la Fed s'ha mostrat preocupada per una inflació que es manté per damunt del 2% i per la incertesa que envolta les seves perspectives. Al tancament d'aquest informe, els mercats cotitzaven plenament només una baixada de

Retallades esperades de tipus d'interès a desembre del 2024

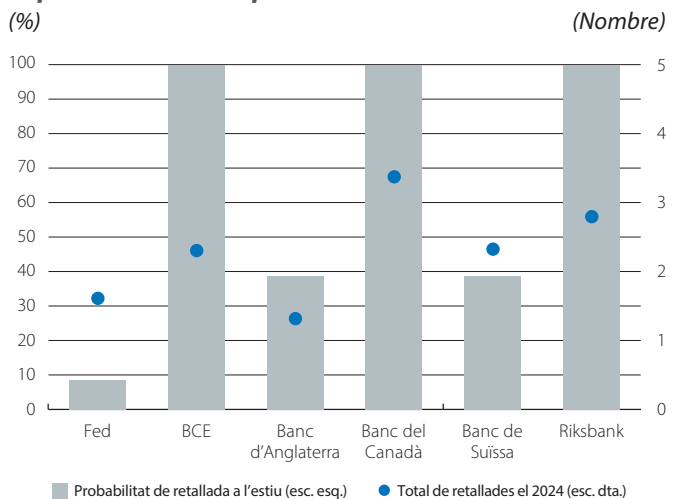
(p. b.)



Nota: Forwards sobre corbes OIS a 10 de juny del 2024.

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

Expectatives sobre política monetària

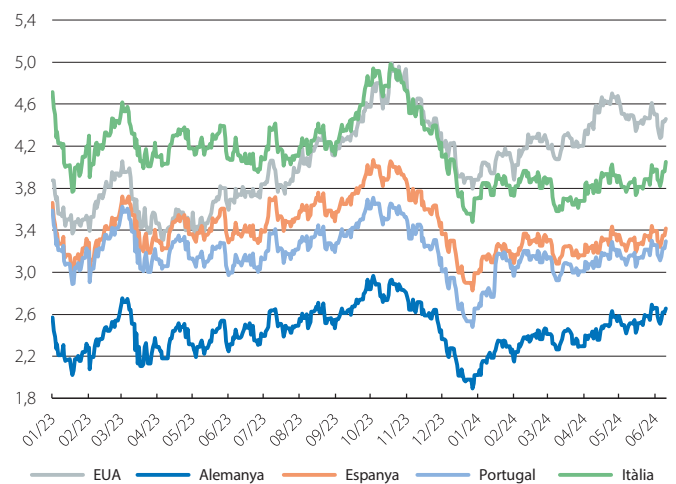


Nota: Forwards sobre corbes OIS a 10 de juny del 2024.

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

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys

(%)



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

tipus d'aquí al final de l'any i anticipaven que la Fed mantindrà els tipus alts durant més temps, fins que tingui la confiança necessària que la inflació baixa de manera sostinguda.

Moviments d'anada i tornada en els tipus d'interès sobirans. Aquesta mateixa incertesa que preocupa la Fed la viuen els mercats financers. Als mercats de deute sobirà, les rendibilitats van iniciar el mes caient després d'unes dades que van mostrar un cert refredament en l'activitat nord-americana (un lleuger increment en la taxa d'atur i una caiguda de l'índex ISM de manufactures) i, molt especialment, després de la dada que va confirmar que la inflació va caure a l'abril. Les referències a 10 anys van acumular caigudes de fins a 35 p. b. als EUA i de 15 p. b. a la zona de l'euro. No obstant això, uns comentaris més *hawkish* per part d'alguns membres del BCE i de la Fed, així com la publicació d'uns PMI que mostraven un repunt del dinamisme en l'activitat, van ser suficients per capgirar el sentiment del mercat, i, de llavors ençà, les rendibilitats dels bons sobirans van pujar de manera sostinguda i, fins i tot, van dur la referència a 10 anys alemanya al seu màxim en sis mesos (el 2,70%). Aquesta pujada va rebre un impuls addicional pel missatge restrictiu del BCE a la reunió del juny sobre les futures decisions i, als EUA, per unes dades del mercat laboral del maig que van revifar l'expectativa del *higher for longer*. Davant d'aquest panorama, el dòlar, que va cotitzar la majoria del mes en un rang estret, es va enfortir en les últimes sessions enfront de les principals divises i va dur el canvi amb l'euro a 1,07.

Les borses van de més a menys. La forta caiguda dels tipus sobirans al començament del mes, juntament amb la finalització d'una temporada de resultats que va mostrar un creixement de beneficis millor del que s'esperava en el 1T, va impulsar un nou *rally* a les borses després d'haver reculat en el mes anterior. De fet, l'S&P 500, el Nasdaq i els índexs de França i d'Alemanya van assolir nous màxims històrics. Però, quan els tipus sobirans van canviar la tendència, les borses van perdre *momentum* i, durant la segona meitat del mes de maig, van registrar pèrdues, que, malgrat tot, no van ser prou grans perquè els parquets tanquessin el mes en vermell. Per sectors, van destacar el tecnològic als EUA, que es va apuntar el +10% durant el mes de maig, i el sector bancari a la zona de l'euro, que, després d'haver avançat gairebé el 4% el mes passat, acumula prop del 20% el 2024.

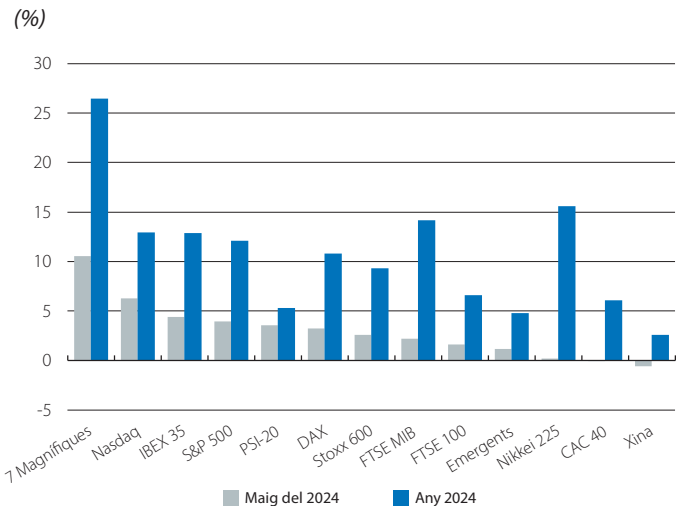
Els preus de les primeres matèries no energètiques pressionen a l'alça. Per primera vegada des de l'inici de l'any, el preu del barril de Brent va cedir (el -7,7% mensual al maig), fins a situar-se per damunt dels 81 dòlars, principalment per l'afebliment de les perspectives econòmiques a la Xina. Tot això a l'avantsala de la reunió del 2 de juny de l'OPEP i dels seus aliats, en què van acordar l'extensió de les retallades voluntàries de la producció d'alguns països (2,2 milions de barrils per dia, bpd) fins al 3T 2024 i la seva eliminació gradual fins al final del 2025, així com la prolongació de les retallades generals de 3,66 milions de bpd fins al desembre del 2025. A l'altra cara de la moneda, els preus dels metalls, preciosos i industrials, van sumar nous avanços (acumulen un creixement superior al 12% des del començament de l'any), impulsats, d'una part, per les tensions entre l'oferta i la demanda existent en molts d'aquests actius i, de l'altra, per l'atractiu del rendiment financer d'aquests actius en relació amb d'altres, com la renda variable o les divises.

Conjunt de divises enfront del dòlar



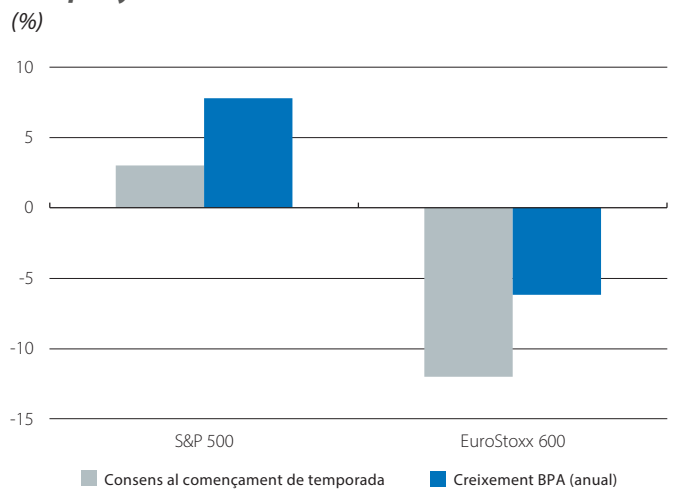
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Funcionament dels principals índexs borsaris



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg a 7 de juny del 2024.

Campanya de resultats del 1T 2024



Nota: Creixement BPA estimat amb empreses que han reportat a la data: el 98% de l'S&P 500 i el 81% de l'EuroStoxx 600.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

La paraula de moda al nou escenari internacional: divergència

Hem recorregut ja gairebé la meitat de l'any i toca fer balanç per actualitzar els escenaris econòmics. Així, sembla que els indicadors publicats mostren que l'economia nord-americana ja ha iniciat la tan llargament anunciada fase de *soft landing*, mentre que la zona de l'euro i el Regne Unit van sorprendre amb un inici d'any més dinàmic del que s'esperava. Al mateix temps, la inflació està sent més persistent del que es preveia als EUA, mentre que, a Europa, el seu descens s'està ajustant millor al «guió» que hem anticipat. Precisament, aquesta divergència en el comportament de la inflació ha estat clau per explicar el reajustament de previsions que presentem en els tipus d'interès.

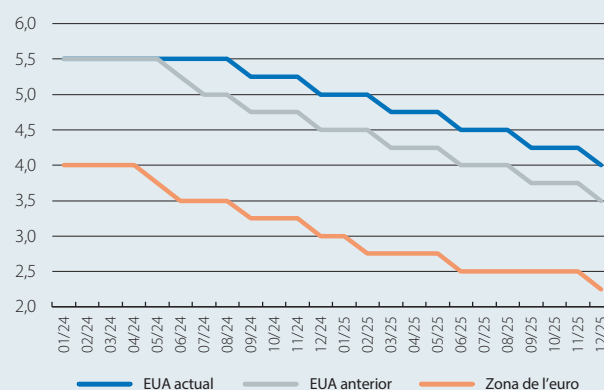
Preus de les primeres matèries a l'alça, cru volàtil i gas estabilitzat

Més enllà que la inflació està sent més persistent als EUA que en altres regions, el que comparteixen tots els casos és que el seu ritme de descens s'ha frenat de manera substancial. En part, aquest alentiment és natural a mesura que s'esvaeixen les forces més abruptes de la crisi inflacionista i canvia la composició de la desinflació. Però també respon a una pressió de la demanda major del que s'esperava fa uns mesos, així com a l'impacte de l'encariment de les principals primeres matèries, algunes d'elles cotitzant en màxims històrics (cacau, coure, cafè, etc.). A més a més, en el cas concret dels metalls industrials, una part de la seva pujada de preu respon a l'impacte de les noves sancions contra Rússia, que prohibeixen que els metalls russos cotitzin a les borses internacionals des del 13 d'abril, la qual cosa introdueix un risc a l'alça més persistent en el temps.

Per la seva banda, els preus del cru han mostrat força volatilitat, reflex dels vaivens al conflicte a l'Orient Mitjà. Si aquest front es manté obert, els riscos sobre el preu del cru continuaran en augment, en un context en què les condicions de l'oferta exerceixen també pressions a l'alça: la capacitat productiva dels EUA està arribant al límit, les existències globals estan en mínims de vuit anys i l'OPEP ha prolongat les retallades actuals fins a l'octubre. En conseqüència, per al 2024, anticipem un preu del barril de Brent d'uns 87 dòlars de mitjana, vuit dòlars més alt que en la previsió anterior, i, per al 2025, de 82 dòlars de mitjana, cinc dòlars més que en l'anterior.

Pel que fa a la cotització del gas a Europa, s'ha mantingut força estable, i no s'anticipen repunts significatius a l'horitzó, gràcies a uns estocs de gas en màxims històrics. Aquesta notable acumulació ha estat possible gràcies a una oferta de gas sense interrupcions en un context en què un hivern més suau de l'habitual ha mantingut la demanda controlada. En conseqüència, amb prou feines

Expectatives dels tipus d'interès de referència (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de previsions pròpies.

modifiquem la previsió per al preu del gas TTF, que es mantindria cotitzant al voltant dels 30 euros/Mwh fins al final del 2025.

Els EUA inicien el *soft landing* amb una inflació que es mostra més persistent

Sembla que la notable resistència de la qual va fer gala l'economia dels EUA es comença a esgotar, tot i que el més apropiat seria parlar d'una normalització cap a ritmes de creixement més sostenibles, i sembla que, de cara als propers mesos, els indicadors apunten a una certa estabilitat en el creixement. Els indicadors de sentiment s'han suavitzat (per al sector manufacturer fins i tot anticipen un estancament), i l'estalvi extra acumulat durant la pandèmia ja està gairebé esgotat. Fins i tot els indicadors del mercat laboral mostren senyals incipients d'esgotament, tot i que encara es manté molt dinàmic.

En conseqüència, tot fa pensar que l'economia ha deixat enrere els extraordinaris ritmes de creixement de l'any passat i que convergirà a ritmes més pròxims al seu potencial del 0,4% intertrimestral al llarg de tot el 2024 i una bona part del 2025. Aquestes previsions es basen en la resistència que continuarà mostrant el consum de les famílies, sostingut per un mercat de treball encara dinàmic. A més a més, no es pot descartar una certa reactivació de la despesa pública, ja que ens trobem en any electoral. Pel que fa a la inversió, es continuarà beneficiant de l'estímul que representa l'adopció de noves tecnologies (com la intel·ligència artificial) i del desenvolupament de l'«economia verda» en el marc de l'*Inflation Reduction Act* (IRA), un programa dotat amb gairebé 416.000 milions de dòlars entre el 2023 i el 2031. D'aquesta manera, revisem en 0,2 p. p. a l'alça el creixement previst per al 2024 i el 2025, fins al 2,4% i l'1,8%, respectivament.

En aquest context, la inflació als EUA està mostrant una major resistència a la baixa del que esperàvem fa uns mesos, a causa, sobretot, de la forta inèrcia de les pressions subjacents pel comportament de la partida d'habitatge (*shelter*, amb preus de lloguers observats i imputats). Així, revisem a l'alça en 0,6 p. p. la inflació general del 2024, fins al 3,2%, i incrementem en 0,2 p. p. la del 2025, fins al 2,2%. Per a la inflació nucli, apugem en 0,5 p. p., fins al 3,2%, i en 0,2 p. p., fins al 2,6%, la previsió per al 2024 i el 2025, respectivament.

La recuperació a la zona de l'euro està en curs, però serà força modesta

Pel que fa a la zona de l'euro, i després de dos trimestres caient, l'activitat va créixer el 0,3% intertrimestral en el 1T 2024, lleugerament millor del que s'esperava. Els principals indicadors dibuixen una recuperació en curs, tot i que serà força modesta, la qual cosa avala la nostra previsió que el creixement a la zona de l'euro no superarà ritmes del 0,4% intertrimestral d'aquí al final de l'any. Les tres grans economies també mostraran un comportament relativament estable i, la resta de l'any, creixeran al voltant dels ritmes del 1T. Aquestes previsions es basen en la reactivació que esperem per al consum privat, sobretot durant la segona meitat de l'any. Un mercat de treball encara dinàmic (la taxa d'atur es mantindria prop dels seus mínims), descensos addicionals de la inflació i retallades de tipus d'interès ajudaran a impulsar el consum. Les famílies també comptaran amb un notable matalàs d'estalvi, que n'enforteix els balanços (s'estima que, arran de la pandèmia, les famílies han acumulat un estalvi que supera en gairebé el 8,0% del PIB el seu estalvi tendencial). També esperem que la inversió en capital fix es beneficiï d'un major desplegament dels fons NGEU: fins a la data, s'han distribuït ja uns 224.000 milions d'euros (entre subvencions i préstecs), dels 672.000 milions amb què està dotat fins al 2026 el Mecanisme de Recuperació i Resiliència. Aquest escenari amb prou feines difereix del que hem presentat en el passat, de manera que l'ajust en la previsió de creixement per a la zona de l'euro és marginal i respon, sobretot, a l'impacte d'un 1T una mica millor del que s'esperava: revisem en 0,1 p. p. el creixement el 2024, fins al 0,8%, i mantenim sense canvis en l'1,7% la previsió per al 2025.

Quant a la inflació, tant la general com les mesures subjacents han mostrat una notable correcció des de màxims i s'han ajustant relativament bé a l'escenari que hem mostrat, de manera que continuem confiant que la inflació general convergirà en els propers trimestres cap a l'objectiu. Per tant, revisem només en 0,2 p. p. a l'alça la inflació prevista per al 2024, fins al 2,4%, per la revisió dels preus energètics ja comentada, i mantenim sense canvis les previsions per a la resta de mesures d'inflació.

Pel que fa a l'escenari per a altres economies, destaca la revisió a l'alça del creixement al Regne Unit el 2024 en gairebé 0,5 p. p., fins al 0,5%, per un inesperat bon 1T (el 0,6% intertrimestral, després de dos trimestres de caiguda). A la Xina, també un 1T una mica més dinàmic del que s'esperava ens empeny a incrementar en 0,2 p. p. el creixement previst per al 2024, fins al 4,8%, tot i que els dubtes que continuen pesant sobre la situació del seu sector residencial aconsellen ser una mica més cauts en els propers trimestres, motiu pel qual retallem en 0,2 p. p., fins al 4,2%, el creixement del 2025.

El BCE abaixarà tipus abans que la Fed, la qual cosa no succeïa des del juliol del 2012

Per tancar, un altre dels canvis més significatius de l'escenari ha estat el reajustament de les expectatives sobre els tipus d'interès oficials de la Fed. De fet, la resistència de la inflació i el dinamisme de l'activitat ens empenyen a ajornar la primera retallada de tipus de la Fed fins més enllà de l'estiu, i preveiem només dues retallades de tipus de 25 p. b. per al 2024, en relació amb les quatre previstes inicialment (-50 p. b. en el conjunt de l'any vs. -100 p. b. en l'escenari previ). Mentrestant, mantenim sense canvis el nostre escenari de quatre retallades de 25 p. b. cadascuna per part del BCE, començant per la del mes de juny, de manera que el tipus oficial se situaria en el 3,0% al desembre (tot i que no descartem que, al final, només vegem tres baixades). Aquesta «desincronització» entre la Fed i el BCE es reflectiria en un dòlar més fort a curt termini, tot i que, a mitjà termini, la convergència en taxes de creixement i en política monetària entre la zona de l'euro i els EUA afavoriria l'euro, que recuperaria cotitzacions al voltant dels 1,10 dòlars per euro el 2025.

Rita Sánchez Soliva

Tipus d'interès (%)

	31-maig	30-abril	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	75,0
Euríbor 3 mesos	3,79	3,83	-4	-12,4	29,5
Euríbor 12 mesos	3,71	3,70	1	19,8	-16,4
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,43	3,44	0	17,2	20,8
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	3,10	3,03	6	69,3	29,5
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,66	2,58	8	64,0	35,2
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,39	3,35	4	39,9	7,7
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,26	3,21	5	60,5	26,2
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,50	5,50	0	0,0	25,0
SOFR 3 mesos	5,34	5,33	1	1,1	11,3
Deute públic a 1 any	5,18	5,24	-6	41,3	-5,0
Deute públic a 2 anys	4,87	5,04	-16	62,3	37,6
Deute públic a 10 anys	4,50	4,68	-18	61,9	80,8

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-maig	30-abril	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	53	56	-3	-6,1	-25,4
Itraxx Financer Sènior	59	63	-4	-7,9	-28,5
Itraxx Financer Subordinat	106	116	-10	-16,4	-59,6

Tipus de canvi

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,085	1,067	1,7	-1,7	1,3
EUR/JPY (iens per euro)	170,620	168,220	1,4	9,6	13,9
EUR/GBP (lliures per euro)	0,851	0,854	-0,3	-1,8	-1,0
USD/JPY (iens per dòlar)	157,310	157,800	-0,3	11,5	12,4

Primeres matèries

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	546,2	546,2	0,0	7,0	0,1
Brent (\$/barril)	81,6	87,9	-7,1	5,9	12,3
Or (\$/unça)	2.327,3	2.286,3	1,8	12,8	19,5

Renda variable

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	5.277,5	5.035,7	4,8	10,6	23,2
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.983,7	4.921,2	1,3	10,2	15,3
Ibex 35 (Espanya)	11.322,0	10.854,4	4,3	12,1	21,5
PSI 20 (Portugal)	6.870,8	6.615,6	3,9	7,4	16,4
Nikkei 225 (Japó)	38.487,9	38.405,7	0,2	15,0	22,1
MSCI emergents	1.049,0	1.046,0	0,3	2,5	6,6

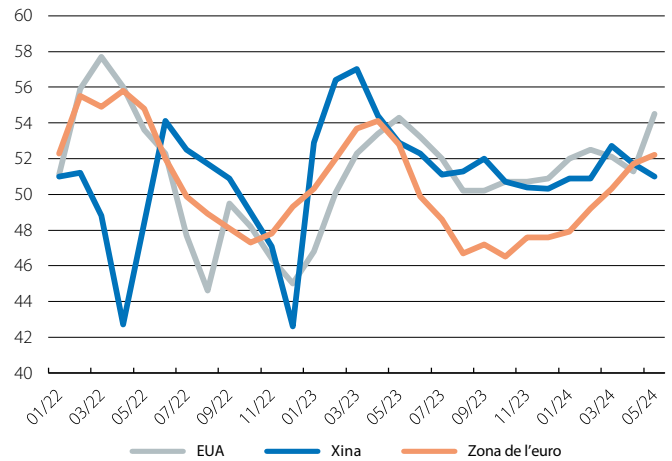
L'economia internacional, a la recerca d'un aterratge ordenat

Resiliència econòmica global, però amb disparitat regional. Mentre es tancaven les eleccions generals de l'Índia i de Mèxic al començament de juny, l'any electoral seguia el seu curs amb unes eleccions al Parlament Europeu del 6 al 9 de juny que obren una legislatura 2024-2029 amb reptes molt exigents, com analitzem al [Dossier d'aquest mes](#). Amb les últimes dades a la mà, l'economia global està transitant aquest calendari electoral amb resiliència: el PMI compost a nivell mundial es va accelerar de forma sostinguda fins als 53,7 punts al maig, i es preveu que, en el conjunt del 2024, el PIB global aconsegueixi créixer una mica per damunt del 3% (xifra semblant a la del 2023, tot i que inferior a la mitjana dels últims 20-30 anys) i doni suport a una recuperació del comerç internacional. Aquesta resiliència a nivell agregat, destacable en un entorn de gran incertesa geopolítica i amb condicions financeres restrictives, reflecteix dinàmiques dispars entre les diferents economies internacionals, totes elles a la recerca d'un aterratge ordenat en funció dels seus reptes: els EUA exhibeixen un creixement sòlid i persegueixen normalitzar-se cap a ritmes més sostenibles, mentre que, a la zona de l'euro, apareixen indicis d'un creixement menys apàtic, i la Xina manté unes dinàmiques mixtes entre la indústria i la demanda interna.

Solidesa de l'activitat als EUA. D'una banda, els indicadors nord-americans continuen dibuixant un creixement sòlid de l'activitat, amb un PMI compost en els 54,5 punts al maig (54,4 a l'abril) i amb uns *trackers* que apunten a un avanç del PIB a ritmes una mica superiors al 0,4% intertrimestral en el 2T. Però, de l'altra, diferents senyals suggereixen una mica de moderació en el creixement, cap a ritmes més sostenibles després d'un 2023 molt més robust del que s'esperava. Així, al maig, es va revisar a la baixa el creixement intertrimestral del PIB en el 1T fins al 0,3% (-0,1 p. p.), a causa, principalment, d'un consum privat una mica menys dinàmic del que s'havia anticipat (dinàmica també recollida per les últimes dades de consum personal, que s'han desacelerat del 0,7% intermensual del març al 0,2% de l'abril). Així mateix, al maig, el *Beige Book* de la Fed recollia que, des de l'inici del 2T, s'ha observat un creixement «lleuger o modest» a la majoria dels districtes dels EUA. Finalment, aquests senyals dispars també queden recollits al mercat laboral, amb una taxa d'atur que va augmentar fins al 4,0% al maig (+0,3 p. p. interanual), però, alhora, amb una creació d'ocupació dinàmica (+272.000).

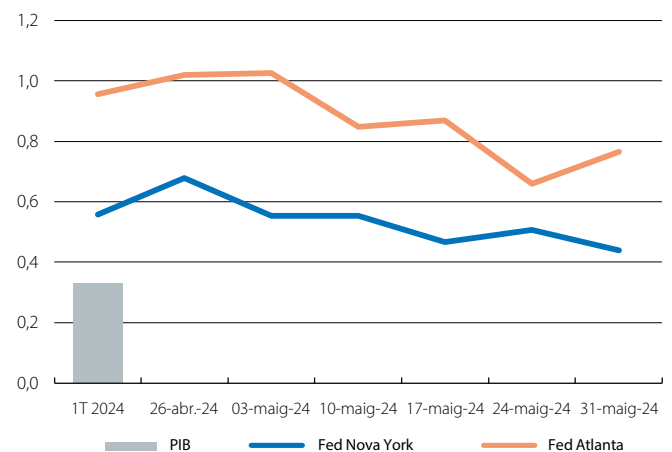
La inflació nord-americana va donar un respir a l'abril. Després de dos mesos a l'alça, a l'abril, la inflació general va disminuir en 0,1 p. p., fins a un creixement interanual de l'IPC del 3,4%. Va destacar especialment en positiu la moderació de 0,2 p. p. de la inflació nucli (el 3,6%), ja que arrossegava una notable persistència des del final del 2023. Així i tot, partides com el *shelter* (serveis relacionats amb l'habitatge) continuen en cotes molt elevades (el 5,5%) i, atès el seu pes a la cistella de l'IPC (superior al 35%), condicionen el conjunt de la inflació. El pes del *shelter* a l'índex de preus PCE és menor, i d'aquí ve que la mètrica d'inflació preferida per la Fed sigui més baixa, tot i que, recentment, també ha exhibit més inèrcia del que s'esperava (del 2,5% inter-

Activitat econòmica internacional: PMI compost Nivell



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

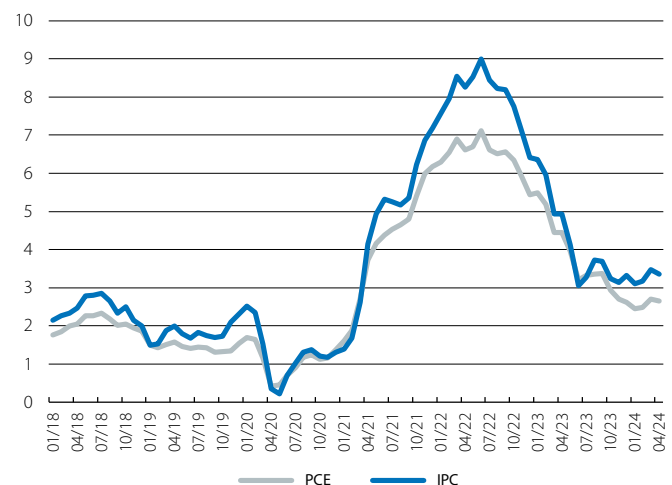
EUA: indicadors d'activitat per al PIB del 2T 2024 Variació intertrimestral (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BEA, de la Fed de Nova York i de la Fed d'Atlanta.

EUA: inflació general

Variació interanual de l'índex de preus (%)



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

anual del gener al 2,7% de l'abril), la qual cosa dona suport a una Fed més cauta a l'hora d'encarar les baixades de tipus.

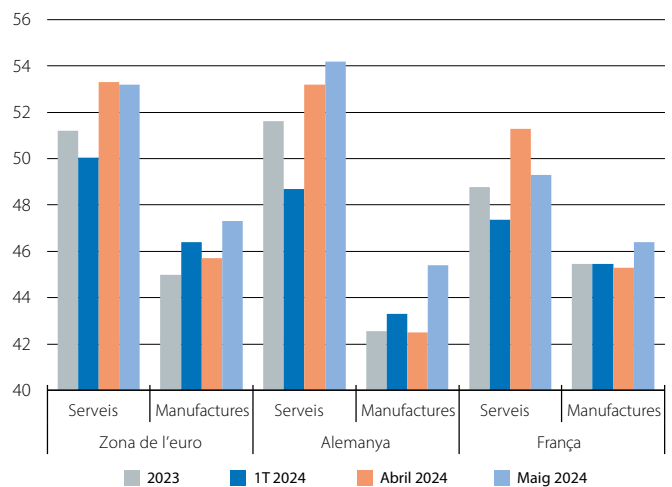
Senyals de redinamització a la zona de l'euro. En el 1T, amb un creixement del PIB del 0,3% intertrimestral, la zona de l'euro va aconseguir deixar enrere el $\pm 0,1\%$ en què estava encallada des del 4T 2022, i ho va fer amb un funcionament positiu a totes les grans economies. Aquesta dinàmica continua en el 2T, amb una acceleració del PMI compost de la regió fins als 52,2 punts al maig (màxim de 12 mesos), que reflecteix tant una millora als serveis (53,2) com senyals d'estabilització a la indústria (47,3 punts al maig, la millor dada dels 14 últims mesos, tot i que encara en zona lleugerament recessiva). Aquesta millora està liderada, en especial, pels països de la perifèria, però les dades també apunten a una certa redinamització a Alemanya, una de les economies amb un creixement més llastat fins al moment. La recuperació del sentiment al conjunt de la zona de l'euro, a més a més, es produeix en un context de solidesa continuada del mercat laboral, amb una taxa d'atur que va baixar fins a un mínim del 6,4% a l'abril. Tot això dona una major confiança en l'esperada revifada de l'activitat, tot i que tampoc esperem una acceleració gaire significativa, sinó que es preveu que el PIB mantingui creixements pròxims al 0,3% del 1T en els següents trimestres.

La desinflació europea redueix una marxa al maig, amb un avanç de l'IPCH general del 2,6% interanual al conjunt de la zona de l'euro i amb una acceleració de la inflació nucli (que exclou els aliments i l'energia) fins al 2,9% (+0,2 p. p. en relació amb l'abril en els dos casos). Tot i que la zona de l'euro ha registrat un descens molt significatiu de les pressions de preus des del seu màxim del 10,6% (octubre del 2022), la desinflació ha perdut velocitat en els últims mesos (per exemple, al desembre del 2023, ja era del 2,9%), fruit de dinàmiques dispars entre components: mentre que la font de desinflació energètica ja està gairebé esgotada (el +0,3% al maig, la primera taxa interanual positiva en un any), els serveis són més inercials i han de recórrer encara molt camí (el 4,1% al maig). A tot això se suma la persistència d'efectes base relacionats amb mesures d'ajuda contra la crisi energètica que, tot i que no comprometen el retorn de la inflació al 2%, sí que asseguren la volatilitat en els propers mesos.

La Xina, a dues velocitats. Les dades del 2T continuen dibuixant una dualitat en l'economia xinesa, amb l'impuls de la indústria a un costat i la feblesa de la demanda interna a l'altre. A l'abril, la producció industrial es va accelerar fins al 6,7% interanual (el 4,5% al març), mentre que les vendes al detall es van desacelerar fins al 2,3% (el 3,1% al març). Sumant-se a aquestes dinàmiques mixtes, al maig, els PMI van enviar senyals d'alentiment, amb una reculada del sector manufacturer fins als 49,5 punts (50,4 a l'abril), amb l'estancament del sector serveis (50,5 punts al maig vs. 50,3 a l'abril) i amb una caiguda de gairebé 2 punts en el PMI de la construcció, fins als 54,4. En conjunt, el PMI compost es va situar en els 51,0 punts (vs. 51,7 anterior) i va reflectir una economia que creix amb menys intensitat en el 2T. De cara als propers mesos, la capacitat de reactivació de la demanda interna de la Xina continuarà sent un dels principals interrogants mentre s'espera un relaxament de la política fiscal a curt termini. Per la seva banda, el PIB de l'Índia va tornar a batre expectatives, amb un avanç interanual del 7,8% en el 1T.

Zona de l'euro: PMI

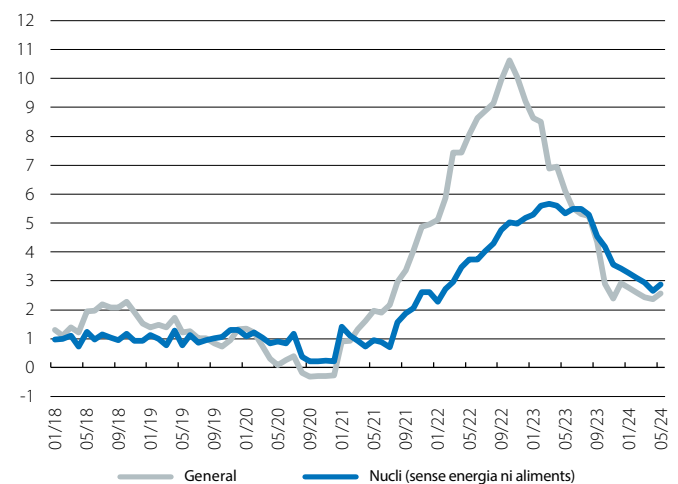
Nivell



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

Zona de l'euro: IPCH

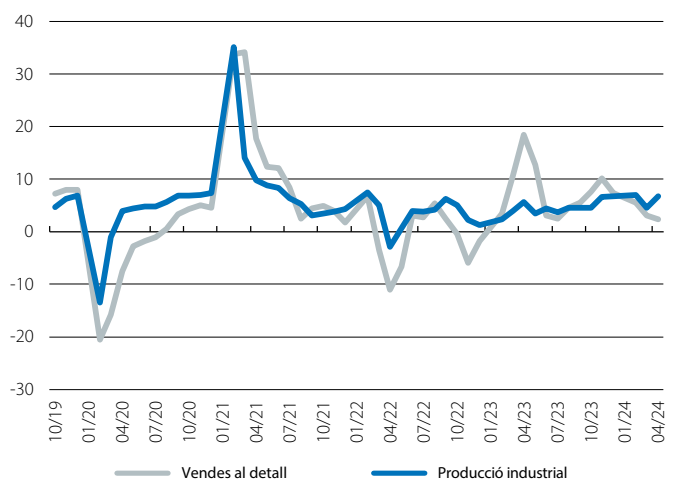
Variació interanual (%)



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

Xina: indicadors d'activitat

Variació interanual (%)



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

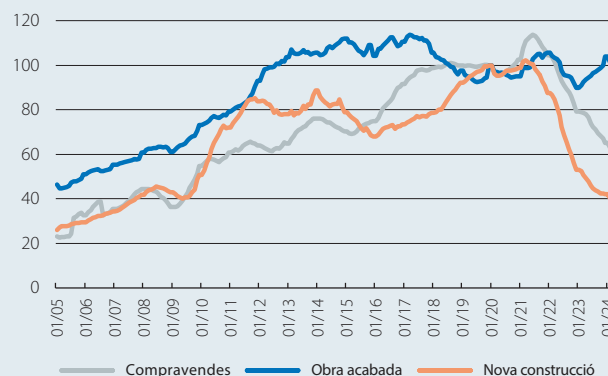
Sector immobiliari xinès: un diagnòstic actualitzat

Després d'anys de forta expansió, les autoritats xineses han decidit frenar el palanquejament excessiu al sector immobiliari. Preocupaven, d'una banda, els riscos financers derivats d'una bombolla immobiliària incontrolada i, de l'altra, es tenien al cap les noves directrius de l'agenda de Prosperitat Compartida, que, al sector immobiliari, es van traduir en el mantra «les cases són per viure, no per especular». En aquest context, a partir de l'estiu del 2020, es van imposar nous límits a l'accés al crèdit per part de les promotores i el sector va entrar en una fase prolongada d'ajust en la qual encara continua.

Una presa ràpida del pols suggereix que aquest ajust està sent vertiginós, principalment des del 2021, quan va esclatar la crisi del gegant immobiliari Evergrande, que va desencadenar un intens escrutini del sector per part dels inversors i va comportar una crisi de confiança entre els compradors i temors de contagi al sector financer. Les compravendes s'han enfonsat gairebé el 50% des del seu pic i la construcció d'obra nova va caure el 60%, cap a nivells pròxims als postcrisi financera (vegeu el primer gràfic).

Xina: indicadors del sector immobiliari

Índex (100 = desembre 2019)



Nota: Els índexs es calculen a partir de les mitjanes de 12 mesos.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, via Bloomberg.

Senyals vitals estabilitzats, però amb símptomes persistents

En aquest entorn, el paper central de l'immobiliari com a vehicle d'estalvi ha portat a un «efecte riquesa» negatiu

Xina: mapa d'indicadors dels sectors immobiliari i de la construcció

Indicadors d'activitat	2010-2019	2021	2023	Última dada	2023 vs. 2021 (%)	vs. 2010-2019 (%)
Compravendes (milions m²) *	125,0	163,1	101,6	95,0	-37,7	-18,8
Nova construcció (milions m²) *	168,0	180,8	86,7	80,5	-52,0	-48,4
Obra acabada (milions m²) *	88,2	92,2	90,8	87,0	-1,6	2,8
Àrea en construcció (milions m²)						
Enquesta promotors **	6.871,2	9.753,9	8.383,6	-	-14,0	22,0
Enquesta sector construcció **	11.593,6	15.754,6	15.134,3	-	-3,9	30,5
Vendes de terrenys (milions m²) *	83,7	99,5	80,0	77,1	-19,6	-4,4
Ciutats Tier 1 i 2	64,3	71,4	54,4	52	-23,8	-15,4
Ciutats Tier 3	19,4	28,1	25,6	25,1	-8,7	32,2
Inversió total (construcció) (mil milions CNY)	9.009,8	14.224,8	11.091,3	-	-22,0	23,1

Creixement del PIB real i preus (% var. interanual)	2010-2019	2021	2023	Última dada	2023 vs. 2021 (%)	vs. 2010-2019 (%)
PIB (agregat)	7,7	8,4	5,2	5,3	-3,2	-2,5
PIB sectorials						
Construcció	8,3	4,1	7,1	5,8	3,0	-1,2
Immobiliari	5,4	4,3	-1,3	-5,4	-5,7	-6,7
Preu de l'habitatge (nova construcció)						
Ciutats Tier 1 i 2	5,5	4,3	0,1	-2,0	-4,2	-5,4
Ciutats Tier 3	3,5	4,2	-1,7	-3,3	-5,9	-5,2
Preu de l'habitatge (segona mà)	3,0	2,9	-3,1	-6,0	-6,0	-6,1

Notes: * S'utilitzen les mitjanes de 12 mesos de dades mensuals. ** S'utilitzen dades anuals acumulades. La dada reportada per a cada any correspon a l'últim període (trimestre o mes). Les dades de creixement del PIB fan referència a variacions interanuals.

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

important entre les llars xineses. A més a més, en tant que l'immobiliari ha estat un dels principals motors de l'economia xinesa en l'última dècada, la seva feblesa ha reduït les perspectives de creixement del gegant asiàtic i ha degenerat en una crisi de confiança. Atès aquest escenari, i en un context d'alentiment estructural del gegant asiàtic, les autoritats han relaxat les regulacions a partir de la segona meitat del 2022.

En concret, el 2023, es van relaxar els límits a la concessió de noves hipoteques i a la compra d'habitatge i es van introduir diversos mecanismes d'incentius perquè les promotores acabin projectes ja en curs.¹ En conjunt, aquestes polítiques han comportat un repunt de l'obra acabada, mentre que, pel que fa a l'ajust en nova construcció, sembla que s'ha estabilitzat en els últims mesos.² D'altra banda, si analitzem les dades de l'àrea total en construcció, s'observa que les caigudes d'activitat estan sent molt més modestes que al sector immobiliari. L'àrea total en construcció per promotors d'habitatge ha caigut el 14% des del 2021, mentre que l'àrea total en construcció, que inclou també les infraestructures, la construcció en zones rurals o l'habitatge social, ha caigut només el 4%. Així mateix, tot i que l'activitat residencial en zones urbanes ha caigut de manera significativa en els últims anys, l'activitat del conjunt de la construcció mostra encara un ajust moderat, en part per l'acció directa de les autoritats i la seva inversió en infraestructures i en habitatge social i per les mesures fiscals de suport a la inversió no residencial.

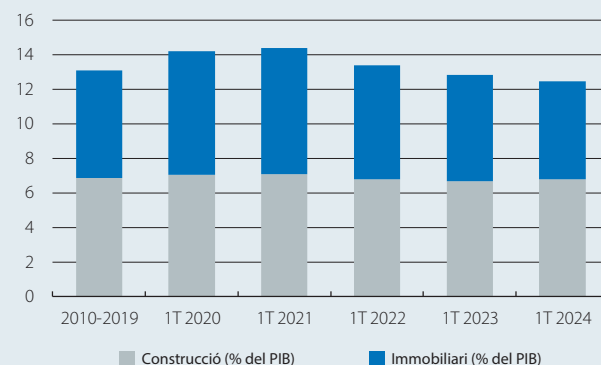
Aquesta dicotomia entre el fort ajust pel costat de la demanda i l'ajust molt més moderat pel costat de l'oferta evidencia que encara passarà un temps fins que la crisi de l'immobiliari es pugui donar per resolta. Així, l'alentiment ha estat molt més fort a l'immobiliari que al sector de la construcció. El 2022 i el 2023, el sector immobiliari va registrar creixements interanuals negatius (del -3,9% i del -1,3%, respectivament), en relació amb un creixement mitjà del 5,4% entre el 2010 i el 2019. Així, l'immobiliari va passar d'una contribució directa positiva mitjana de 0,3 p. p. al creixement del PIB entre

1. El model de finançament més comú, basat en prevendes, va fer que aquest element fos clau en la intervenció al sector immobiliari, en particular com a instrument per garantir la pau social, atès que, en cas d'incompliment per part de les grans promotores, moltes famílies es veurien en situació de gran vulnerabilitat. En l'últim mes, les autoritats xineses han anunciat una altra bateria de mesures de suport, amb incentius als Guberns locals perquè comprin estoc d'habitatges no venuts pels promotors i el destinin a habitatge social. S'estima que, entre habitatge acabat i per acabar, els promotors poden tenir entre 1.000 i 2.000 milions de m² d'habitatge no venut als seus balanços.

2. En els 12 últims mesos, s'han construït, de mitjana, 80 milions de m² d'habitatge nou al mes i s'han acabat al voltant d'uns 90 milions de m² mensuals. Això contrasta amb la mitjana del 2010-2019, de 170 milions de m² d'habitatge nou construït a l'any, i iguala els 90 milions de m² d'obra acabada.

Xina: pes dels sectors immobiliari i de la construcció en el PIB

Valor afegit de cada sector (% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, via Bloomberg.

el 2010 i el 2019 a una contribució negativa de -0,3 p. p. el 2022 i de -0,1 p. p. el 2023 (la contribució de la construcció va passar dels +0,6 p. p. als 0,2 i als 0,5 p. p. el 2022 i el 2023, respectivament), de manera que l'immobiliari ha anat perdent pes relatiu en l'economia (vegeu el segon gràfic).³

Un pacient crònic, amb recomanació de dieta

Les dades més recents d'activitat apunten al fet que la fase més aguda de la crisi immobiliària podria haver quedat enrere, però queda un llarg camí per recórrer. En aquest context, és important subratllar quatre elements clau per monitorar l'evolució futura del sector.

En primer lloc, amb la demanda en mínims històrics, a mesura que es vagi esgotant l'estoc d'habitatge per acabar, l'ajust en l'activitat de construcció s'intensificarà, un ajust que es podria veure reforçat per l'alentiment que s'espera en la inversió en infraestructures i al sector industrial. En segon lloc, la rigidesa observada en els preus fins a la data (els preus de l'habitatge nou han caigut el 6% o menys des del 2021 a les ciutats més grans), malgrat que pugui haver limitat el contagi al sector bancari, fa que l'ajust en les compravendes sigui més fort i prolongat. En aquest sentit, caigudes més grans en preus d'ara endavant podrien assenyalar la voluntat de les autoritats xineses d'accelerar el procés d'ajust, però amb riscos afegits per al sector bancari i per a les expectatives de les llars. En tercer lloc, la comparativa internacional suggereix que els desequilibris del sector immobiliari acostumen a provocar correccions llargues, tant en termes de durada com en mag-

3. La «construcció» inclou tota l'activitat relacionada amb la construcció (o amb la demolició) d'habitatges, d'espais d'ús comercial i d'infraestructures. L'«immobiliari» incorpora tots els serveis relacionats amb l'habitatge, com els serveis de compra, de lloguer, de manteniment o de consultoria.

nitud.⁴ A més a més, malgrat que el pes del sector de la construcció en el PIB de la Xina no sigui gaire alt en comparació amb el d'altres grans economies, l'ajust limitat observat fins a la data i el seu important poder d'arrosseigament fan pensar que el sector continuarà actuant com un fre per al creixement a mitjà termini. En quart lloc, és important subratllar que la situació és molt diferent entre regions. Per exemple, l'enquesta trimestral d'empreses de construcció mostra que, mentre que l'àrea total en construcció a Pequín ha pujat el 15% des del 2021, les caigudes superen el 15% en altres grans ciutats, com Hubei o Chongqing. Així mateix, l'impacte sobre les finances locals varia de manera significativa entre províncies, i la capacitat fiscal per respondre a una crisi prolongada al sector serà també molt diferent.

Sembla que les autoritats xineses són capaces de canviar el paradigma al sector immobiliari i d'estabilitzar la primera fase de la crisi. L'ajust pel costat de la demanda ha estat ràpid, i s'ha evitat una paralització total pel costat de l'oferta. Però aquesta gestió també està retardant la resolució d'un problema de caràcter estructural. La Xina ha passat de gairebé no tenir un mercat d'habitatge privat, al començament dels anys vuitanta, a un índex de propietat d'habitatge del 90% en l'actualitat, un dels més elevats del món, però també amb un dels majors índexs d'habitatges deshabitats, pròxim al 20%. La següent fase de l'ajust serà llavors un repte més fonamental: oferta = demanda.

Luís Pinheiro de Matos

4. La Xina acumula tres anys d'ajust, amb una caiguda acumulada de preus del 10%. Malgrat que les experiències són molt diferents, altres exemples històrics amb desequilibris significatius han patit ajustos més llargs. Per exemple, els ajustos postcrisi financera a Espanya i als EUA van durar entre 5 i 7 anys, amb caigudes de preus acumulades superiors al 30%, mentre que, al Japó, l'ajust immobiliari va arribar a durar gairebé dues dècades, amb una caiguda acumulada de preus pròxima al 50%. A més a més, en el cas xinès, cal també destacar les diferències significatives entre les ciutats Tier 1, on va haver-hi un repunt de preus significatiu en relació amb el creixement dels ingressos en el període 2010-2019, i les ciutats Tier 3, on l'increment de preus en el període 2010-2019 va ser significativament inferior al de ciutats Tier 1 i 2, i sembla que el problema se centra en l'excés crònic d'oferta.

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	03/24	04/24	05/24
Activitat									
PIB real	1,9	2,5	2,4	2,9	3,1	2,9	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	8,6	5,3	4,4	4,6	5,0	2,9	4,5	3,5	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	105,4	105,4	109,0	102,7	106,3	103,1	97,5	102,0
Producció industrial	3,4	0,2	0,0	–0,1	0,0	–0,2	0,1	–0,4	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,7	47,6	46,9	49,1	50,3	49,2	48,7
Habitatges iniciats (milers)	1.552	1.421	1.455	1.380	1.481	1.403	1.287	1.360	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	307	312	308	316	321	324	325	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,0	60,3	60,3	60,4	60,3	60,2	60,3	60,2	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,2	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	...	...
Preus									
Inflació general	8,0	4,1	4,0	3,5	3,2	3,2	3,5	3,4	...
Inflació nucli	6,2	4,8	5,2	4,4	4,0	3,8	3,8	3,6	...

JAPÓ

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Activitat									
PIB real	1,0	1,9	2,3	1,6	1,2	–0,2	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	32,2	35,2	35,7	36,2	36,5	38,9	39,5	38,3	36,2
Producció industrial	0,0	–1,4	0,9	–3,6	–0,9	–4,3	–3,1	–3,4	...
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	–1,1	–1,0	...
Preus									
Inflació general	2,5	3,3	3,4	3,1	2,9	2,5	2,7	2,5	...
Inflació subjacent	1,1	3,9	4,2	4,3	3,9	3,2	2,9	2,4	...

XINA

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
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	3,1	2,3	...
Producció industrial	3,4	4,6	4,5	4,2	6,0	5,8	4,5	6,7	...
PMI manufactures (oficial)	49,1	49,9	49,0	49,7	49,3	49,7	50,8	50,4	49,5
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	947	901	865	842	845,4	825,3	...
Exportacions	7,1	–5,1	–5,4	–10,8	–3,3	–1,7	–11,4	–1,0	...
Importacions	0,7	–5,5	–7,0	–8,5	0,9	1,5	–1,9	8,4	...
Preus									
Inflació general	2,0	0,2	0,1	–0,1	–0,3	0,0	0,1	0,3	...
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	03/24	04/24	05/24
Vendes al detall (variació interanual)	1,2	-2,1	-2,3	-2,3	-0,8	-0,2	0,7	...	...
Producció industrial (variació interanual)	2,1	-2,1	-0,8	-4,7	-3,7	-4,6	-1,0	...	...
Confiança del consumidor	-21,9	-17,4	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-14,9	-14,7	-14,3
Sentiment econòmic	102,1	96,4	96,5	96,5	96,5	96,5	96,3	95,6	96,0
PMI manufactures	52,1	51,2	44,7	43,2	43,6	43,9	46,1	45,7	47,3
PMI serveis	52,1	52,1	54,4	49,2	48,4	48,4	51,5	53,3	53,2
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	2,3	1,4	1,4	1,4	1,2	1,0	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,8	6,6	6,5	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,1	3,0	2,9	3,1	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	7,4	7,2	7,1	6,9	...
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	0,7	-	-	-

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	03/24	04/24	05/24
General	8,4	5,5	6,2	5,0	2,7	2,6	2,4	2,4	2,6
Nucli	3,9	5,0	5,5	5,1	3,7	3,1	3,0	2,7	2,9

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	03/24	04/24	05/24
Saldo corrent	-0,7	4,1	0,2	1,8	4,1	10,6	10,6	...	...
Alemanya	4,3	12,1	4,8	7,8	12,1	26,1	26,1	...	...
França	-2,0	-1,5	-1,8	-1,7	-1,5	-2,3	-2,3	...	...
Itàlia	-1,6	1,0	-1,1	0,1	1,0	4,2	4,2	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	90,9	94,7	94,6	95,9	95,1	95,2	95,5	95,2	95,3

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	03/24	04/24	05/24
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	6,7	2,7	4,0	1,1	0,1	0,3	0,4	0,3	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	4,4	1,7	2,1	1,1	0,5	0,3	0,2	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	5,2	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	-7,5	-7,0	...
Altres dipòsits a curt termini	4,5	21,1	22,5	23,2	21,0	18,4	16,7	15,7	...
Instrumentos negociables	3,7	20,4	22,0	20,4	19,8	20,1	19,3	22,6	...
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	3,1	...

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

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

L'activitat a Espanya manté un notable dinamisme

L'economia espanyola continua mostrant un dinamisme major del que s'esperava al començament de l'any, gràcies, sobretot, a l'embranchida del sector terciari, en especial de les activitats relacionades amb el turisme, i a la fortalesa que exhibeix la creació d'ocupació. De cara als propers trimestres, a més a més, el context comptarà amb factors de suport, com una política monetària menys restrictiva, unes tensions inflacionistes en la senda de la correcció i la previsible acceleració de l'execució dels fons europeus NGEU.

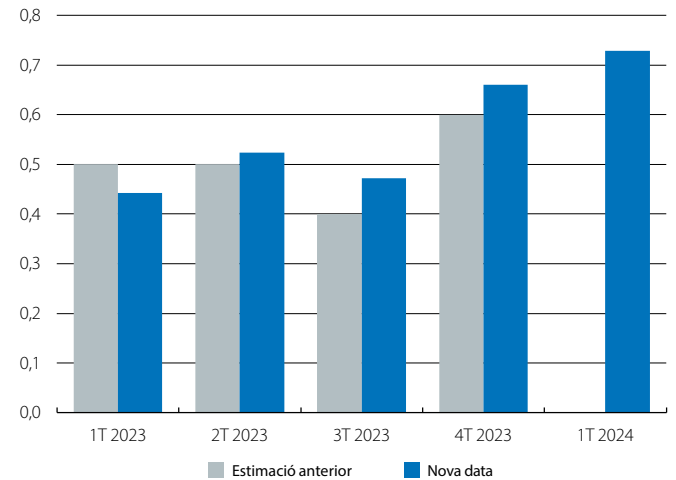
La sorprenent dada de creixement del PIB en el 1T 2024 (el 0,7% intertrimestral, taxa que supera amb escreix la de la zona de l'euro), juntament amb el vigor que s'observa en els indicadors ja disponibles del 2T (PMI, ocupació, consum, etc.), confirma el bon to de l'economia espanyola. A això cal afegir l'efecte arrossegament positiu sobre el creixement del 2024 de la revisió a l'alça dels creixements del PIB dels tres últims trimestres del 2023. Tot plegat ens du a apujar en 0,5 punts, fins al 2,4%, la nostra previsió de creixement per al present exercici (vegeu el Focus «[Nou escenari econòmic: l'economia espanyola torna a sorprendre a l'alça](#)», en aquest mateix informe).

Els indicadors disponibles per al 2T ofereixen senyals positius i apunten que l'economia continua creixent a bon ritme. Així, l'enquesta de clima empresarial PMI per al sector serveis es va situar al maig en els 56,9 punts (56,2 a l'abril), àmpliament per damunt del nivell que marca l'expansió (50 punts) i màxim des de l'abril del 2023. Dins el sector terciari, continua destacant l'extraordinari comportament del turisme: a l'abril, van arribar 7,83 milions de turistes, el 8,3% més que a l'abril de l'any passat, que van gastar 9.565 milions d'euros, les xifres més altes de la sèrie en aquest mes, la qual cosa apunta a un nou any rècord per al sector. Pel que fa al sector manufacturer, es consolida la seva reactivació, ja que el seu PMI s'ha situat en terreny expansiu per quart mes consecutiu i ha assolit els 54 punts, 1,8 punts més que el mes anterior i el nivell més alt des del març del 2022.

Els indicadors relacionats amb el consum també ofereixen senyals positius. D'una banda, l'índex de comerç al detall en termes reals, corregit d'efectes estacionals i de calendari i excloses les estacions de servei, va créixer el 0,8% intermensual a l'abril, en relació amb la caiguda mensual mitjana del 0,2% del 1T. Així mateix, segons l'[indicador CaixaBank de consum](#), l'activitat de les targetes espanyoles es va recuperar al maig, després del refredament del mes anterior, ja que va créixer el 4,4% interanual (amb dades fins al dia 21), per damunt del 3,2% anotat a l'abril i similar al ritme del 1T (el 4,3%).

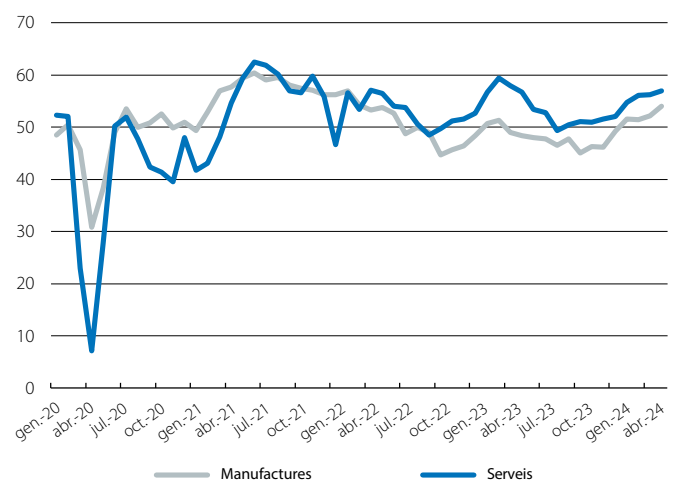
L'ocupació es manté sòlida i marca un nou màxim al maig. Així, l'afiliació va augmentar en 220.289 persones al maig i va millorar el registre del maig de l'any passat (200.411) i la mitjana pre pandèmia en aquest mes (213.582 en el període 2014-2019). D'aquesta manera, la xifra total d'afiliats supera els 21,3 milions. Amb dades desestacionalitzades, l'ocupació va augmentar en el mes en 62.505 afiliats, en línia amb la mitjana

Espanya: PIB Variació intertrimestral (%)



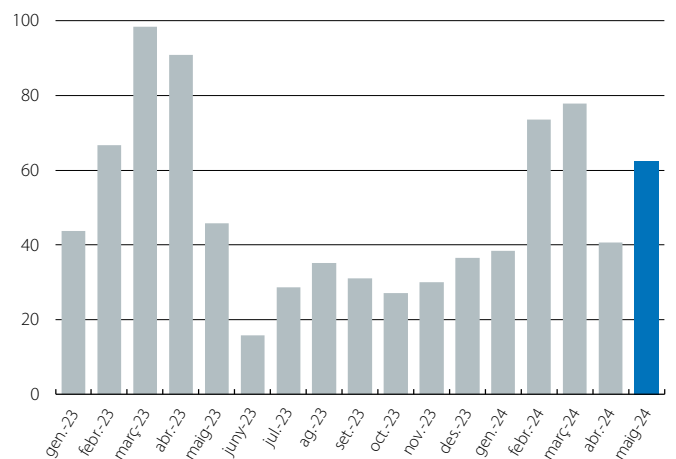
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

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.

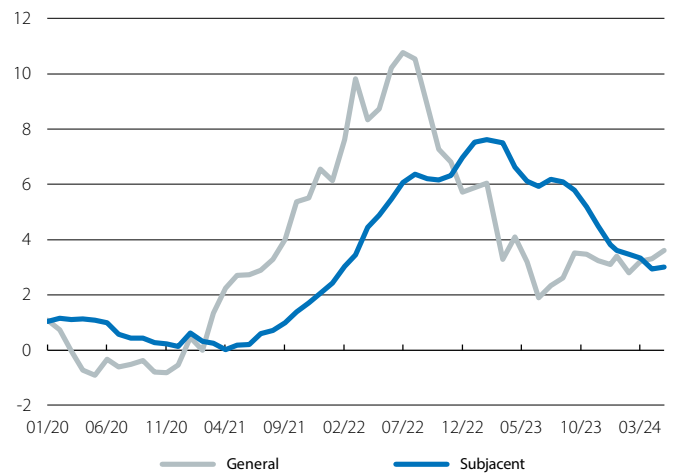
mensual del 1T (63.242). Des de l'inici del 2T, el creixement intertrimestral dels afiliats es manté en el 0,7%.

La inflació torna a repuntar al maig, però impulsada pels components no subjacents. Segons l'indicador avançat de l'IPC publicat per l'INE, la inflació general va augmentar al maig per tercer mes consecutiu, 1 dècima fins al 3,6%, la taxa més alta des de l'abril del 2023. Aquest repunt és degut a la pujada dels preus de l'electricitat i dels carburants, que van recular menys que al maig del 2023: la contribució a l'alça de l'energia respon a un factor conjuntural derivat de les pujades dels diferents impostos que regulen la factura elèctrica. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou l'energia i els aliments no elaborats, va interrompre la senda descendent dels mesos anteriors i va augmentar lleugerament fins al 3,0% (el 2,9% a l'abril), a causa d'un efecte calendari sobre els preus dels serveis (el 2023, la Setmana Santa es va celebrar a l'abril i, enguany, al març). En definitiva, el repunt de la inflació al maig s'ha degut a factors puntuals i s'ha situat dins el que s'esperava, de manera que no introdueix riscos a l'alça per a les nostres previsions de progressiva moderació en els propers mesos.

El preu de l'habitatge sorprèn a l'alça en el 1T. L'índex del preu de l'habitatge, elaborat per l'INE, se situa en màxims de la sèrie disponible des del 2007, després de repuntar el 2,6% intertrimestral en el 1T, la qual cosa eleva la taxa interanual fins al 6,3% (el 4,2% anterior). Aquesta acceleració en el preu està sent generalitzada per tipus d'habitatge, tot i que el nou registra taxes interanuals més elevades que el de segona mà (el 10,1% en relació amb el 5,7%) i reflecteix un major desequilibri entre l'oferta i la demanda en aquest segment. Per regions, totes van registrar una acceleració en la taxa interanual en relació amb el 4T. Andalusia destaca com el mercat on més s'ha encarit l'habitatge en aquest començament d'any (el 7,9% interanual), en relació amb comunitats com Castella-la Manxa, Galícia o Astúries, on el ritme de creixement està sent més moderat, al voltant del 5%.

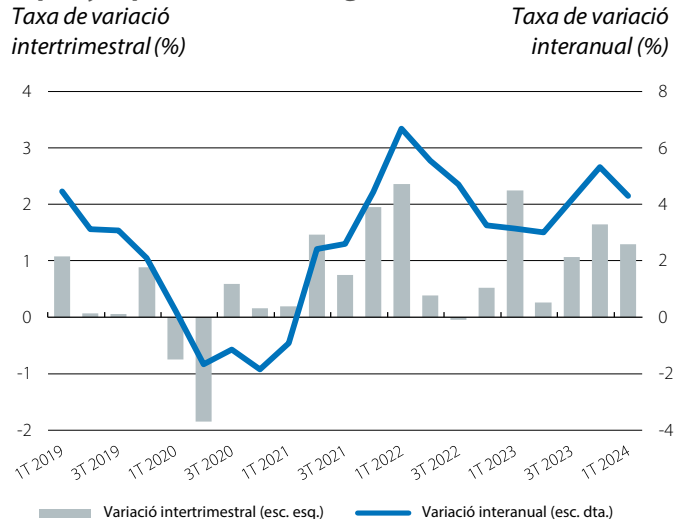
Deteriorament del dèficit comercial en el 1T 2024 per la feblesa de les exportacions de béns no energètics. El dèficit de la balança comercial es va situar en el 1T en els 8.105 milions d'euros i va superar la xifra d'un any abans (-6.578 milions) i la mitjana dels primers trimestres del període 2014-2019 (-6.760 milions). Aquest empitjorament s'explica pel deteriorament del saldo de béns no energètics, ja que el dèficit energètic es va mantenir força estable. Així, la balança de béns no energètics va anotar un superàvit de 9 milions d'euros, que contrasta amb el saldo positiu de 1.639 milions del mateix període del 2023. Això va ser degut a una caiguda de les exportacions, llastades, sobretot, per les menors vendes de medicaments i de productes químics orgànics (el -7,2% interanual, que es correspon amb una caiguda en volum del 6,9% i del 0,3% dels preus), més intensa que en el cas de les importacions (el -5,5%, amb un descens del volum del 3,8% i dels preus del 2%). Per la seva banda, el dèficit energètic es va reduir molt lleugerament, des dels 8.218 milions en el 1T 2023 fins als 8.114 milions enguany: les exportacions van caure el 28,2% (el -21,9% en volum, amb els preus reculant el 8,4%), més que les importacions, que ho van fer el 15,3% (el -12,3% en volum i el -3,6% en preus).

Espanya: IPC
Variació interanual (%)



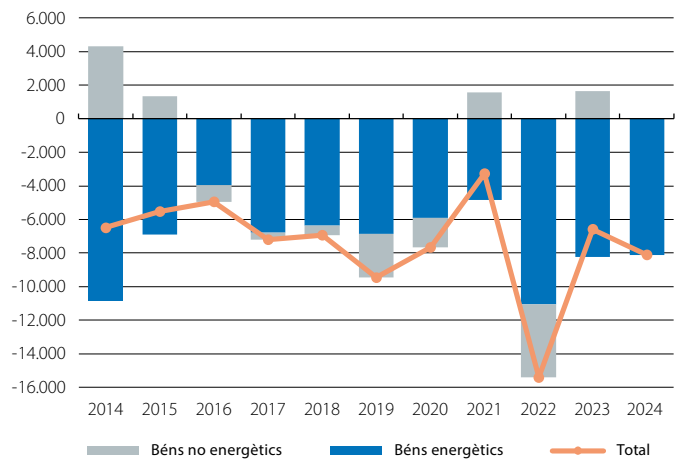
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: preu de l'habitatge (valor taxat)



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

Espanya: saldo comercial en el 1T
(Milions d'euros)



Nota: Dades segons la classificació CUCI.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Duanes.

Nou escenari econòmic: l'economia espanyola torna a sorprendre a l'alça

L'economia espanyola ha tornat a superar les nostres expectatives en els primers mesos del 2024. Si la dada de creixement del PIB de l'últim trimestre del 2023 va sorprendre a l'alça, la del primer trimestre confirma la bona marxa de l'economia espanyola i ens du a revisar les nostres previsions a l'alça. Després d'incorporar la nova informació disponible, tornem a examinar els principals factors que condicionen l'escenari per a l'economia d'Espanya.

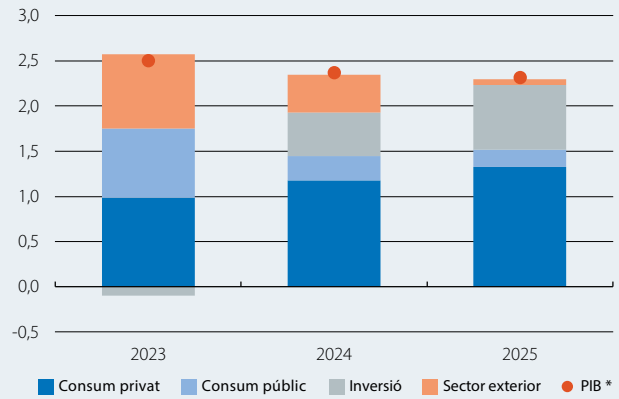
Situació de partida

L'economia espanyola va tornar a sorprendre positivament per segon trimestre consecutiu en créixer el 0,7% intertrimestral durant el 1T 2024. Aquesta sorpresa se suma a la dada revisada a l'alça de l'últim trimestre del 2023, durant el qual el PIB també va créixer el 0,7% intertrimestral. Així, doncs, l'economia espanyola ha aconseguit mantenir un ritme de creixement robust malgrat els múltiples factors que han jugat en contra seva, com la feblesa de les economies de la zona de l'euro, una inflació en nivells encara elevats i l'impacte de la pujada dels tipus d'interès, el pic del qual s'esperava en el 1T 2024. Diversos elements clau expliquen aquest bon comportament: el bon funcionament del mercat laboral, l'impuls d'uns fluxos d'immigració encara dinàmics i les bones dades del turisme internacional, que van tornar a superar les expectatives i expliquen la forta contribució de la demanda externa al creixement. En canvi, la demanda interna ha mantingut un ritme d'avanç més modest. La inversió, tot i que va repuntar de manera notable en el 1T 2024, es troba encara el 2,2% per sota dels nivells del 4T 2019, i el consum privat se situa només el 0,4% per damunt, tot i que la població ha augmentat el 3% des del 2019.

D'altra banda, la inflació, que s'ha situat en una mitjana del 3,3% entre el gener i el maig d'enguany, s'ha comportat d'acord amb el que havíem previst, tot i que amb alguns matisos quan entrem en el detall dels diferents components. En aquests últims mesos, s'han intensificat les dinàmiques oposades entre els diferents components de la cistella de l'IPC. D'una banda, la inflació nucli, que exclou l'energia i els aliments, ha caigut de manera gradual fins al 2,7% al maig (el 4,4% el 2023), malgrat la persistent inflació dels serveis. De l'altra, la resta de components continuen mostrant unes taxes d'inflació relativament altes. L'augment de la inflació de l'energia respon, principalment, a factors puntuals: tot i que el preu de l'electricitat al mercat majorista s'ha mantingut relativament baix, el preu final s'ha vist afectat per les pujades dels diferents impostos que s'apliquen a la factura elèctrica. En el cas dels aliments, les taxes d'inflació es troben

Espanya: PIB

Contribució al creixement anual (p. p.)

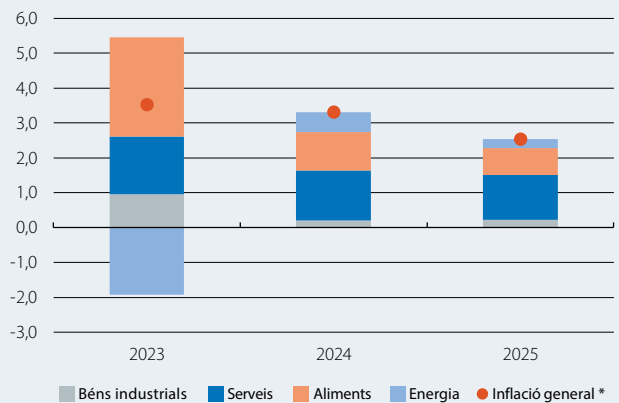


Nota: * Creixement interanual en percentatge.

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

Espanya: inflació

Contribució al creixement anual (p. p.)



Nota: * Creixement interanual en percentatge.

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

molt per sota de les de l'any passat (el 4,6% interanual a l'abril vs. la mitjana de l'11,1% del 2023), però aquest descens és degut, en gran part, a efectes base. Amb uns increments en termes intermensuals encara per damunt dels de la mitjana dels anys 2015-2019, la inflació dels aliments encara està lluny de normalitzar-se.

Revisió dels supòsits subjacents de l'escenari

En el pla internacional, en relació amb l'escenari de fa dos mesos, es mantenen els principals supòsits. Per a la zona de l'euro, amb un creixement econòmic encara feble i amb una inflació mitjana del 2,5% fins al maig, mantenim la previsió de quatre baixades de tipus el 2024 (depo en el 3,0% al desembre del 2024) i tres més el 2025. D'aquesta manera, la política monetària es mantindrà com un factor

que afavorirà la recuperació de la inversió. Pel que fa al preu de les principals primeres matèries, la revisió a l'alça del preu del petroli Brent a una mitjana de 87 dòlars/barril el 2024 (79 dòlars/barril en l'escenari anterior) implica que els carburants deixaran de contribuir al descens de la inflació. No obstant això, l'impacte d'aquesta revisió és relativament moderat, perquè el petroli ja va experimentar un pic de preus durant el 2S 2023.¹

Perspectives

Les bones dades del 1T de l'any, juntament amb un entorn global una mica més favorable, ens empenyen a revisar a l'alça la nostra previsió de creixement del PIB per al conjunt del 2024 fins al 2,4% interanual i per a 2025 fins al 2,3% interanual (0,5 i 0,1 p. p. més que en l'escenari anterior, respectivament). Més enllà de la dada agregada, aquesta revisió ve acompanyada d'un canvi en el patró de creixement. En primer lloc, esperem que la demanda interna vagi agafant el relleu de l'externa com a motor del creixement, d'acord amb el refredament esperat de les exportacions de béns i amb l'esperada normalització dels fluxos turístics.² Al seu torn, també esperem que el comportament de la demanda interna vingui marcat per un menor protagonisme del consum públic i per una progressiva reactivació tant del consum privat com de la inversió.

Pel costat del consum privat, les bones dades de creació d'ocupació i de creixement de la població han repercutit en un fort augment de la renda bruta disponible (RBD) de les llars, que va avançar l'11,0% interanual el 2023. Aquest augment de l'RBD ha situat la taxa d'estalvi en l'11,7%, per damunt de la mitjana històrica del 8,2%.³ Atès el previsible descens dels tipus d'interès per part del BCE, la nostra previsió és que una part d'aquest estalvi contribuirà a un augment del consum privat, que milloraria el ritme de creixement fins al 2,2% el 2024 (l'1,7% el 2023) i que s'acceleraria fins al 2,4% el 2025. Quant a la inversió, la nostra previsió és que comenci a agafar impuls amb un ritme de creixement del 2,5% el 2024, esperonada per les primeres baixades en els tipus d'interès per part del BCE i per una major tracció en l'execució dels fons NGEU, el màxim desemborsament dels quals s'espera per al 2025.

Les bones perspectives en el nostre escenari no es limiten al creixement de l'activitat. D'acord amb la revisió a l'alça del PIB i amb el bon comportament de l'ocupació des de l'inici d'enguany, revisem a la baixa la nostra previsió per a la taxa d'atur fins a l'11,6% de mitjana anual el 2024 i fins a l'11,1% el 2025 (0,2 i 0,3 p. p. menys que en l'escenari anterior, respectivament). Aquesta revisió és relativament

moderada tenint en compte que també hem revisat a l'alça el creixement de la població activa, gràcies a uns fluxos d'immigració que encara es preveu que siguin elevats.

D'altra banda, el mercat immobiliari es continuarà veient beneficiat per la robustesa del mercat laboral, pel descens dels tipus d'interès, pel baix nivell de palanquejament de les famílies a nivell agregat i per la resiliència de la demanda estrangera. En aquest sentit, també revisem a l'alça la nostra previsió del nombre de compravendes anual fins a les 565.000 (15.000 més que en l'escenari anterior) i, sobretot, el preu de l'habitatge fins al 4,0% interanual (1,3 p. p. més que en l'escenari anterior).

Pel que fa a la inflació, revisem lleugerament a l'alça la nostra previsió per al 2024 fins a una mitjana anual del 3,2% (0,2 p. p. més que en l'escenari anterior). Els principals factors que expliquen aquesta revisió són una evolució una mica pitjor del que esperàvem de la inflació dels aliments i la pujada de l'IVA de l'electricitat pels baixos preus del mercat majorista.⁴ D'altra banda, mantenim el descens de la inflació nucli, que se situaria en una mitjana del 2,7% interanual el 2024 (el 4,4% el 2023), marcada, però, per una certa persistència de la inflació dels serveis.

Els riscos que envolten el nou escenari de previsions són elevats. D'una banda, el consum privat es podria veure beneficiat per una normalització de la taxa d'estalvi una mica més ràpida del que esperàvem, i la inversió es podria recuperar més ràpidament del que es preveia amb el descens dels tipus d'interès. Així mateix, els fluxos d'immigració i el creixement de la despesa dels turistes internacionals es podrien mantenir més elevats del que es preveia. Pel que fa als riscos a la baixa, són principalment de caràcter geopolític. En el pla internacional, una possible escalada del conflicte al Pròxim Orient podria encariar el petroli i revertir el procés de moderació de la inflació, amb el conseqüent impacte sobre l'activitat econòmica. En el pla nacional, és important que l'execució dels fons NGEU vagi guanyant tracció i doni suport a la recuperació de la inversió empresarial.

Zoel Martín Vilató

1. Vegeu el Focus «[La paraula de moda al nou escenari internacional: divergència](#)», en aquest mateix Informe Mensual.

2. Vegeu l'article «[Quins sectors estan patint més a Espanya pel refredament dels nostres socis comercials?](#)», a l'*Observatori Sectorial*.

3. Vegeu el Focus «[Les claus de l'augment de l'estalvi de les llars espanyoles el 2023](#)», a l'IM05/2024.

4. Al març, l'IVA de l'electricitat va pujar de manera temporal fins al 21% (des del 10%) pel fet que el preu de l'electricitat al mercat majorista va baixar del llindar dels 45 euros/MWh. En aquest moment, els mercats de futurs preveuen un augment del preu majorista de l'electricitat per damunt del llindar, de manera que el seu IVA hauria de tornar al tipus reduït a partir de l'estiu i fins al gener del 2025.

Observatori Sectorial de CaixaBank: una mirada a l'evolució de l'economia espanyola des dels seus sectors d'activitat

En aquest Focus presentem les principals conclusions de l'Observatori Sectorial, una nova publicació de CaixaBank Research en què oferim una anàlisi clara i detallada de l'evolució de l'economia espanyola des del punt de vista dels seus sectors d'activitat. Amb aquesta finalitat, hem desenvolupat una nova eina, l'Indicador Sectorial de CaixaBank Research, que permet seguir l'evolució de 24 sectors en els àmbits de l'activitat, el sector exterior i el mercat laboral. Aquest indicador permet visualitzar l'estat de salut dels diferents sectors a Espanya i la seva posició en el cicle, la qual cosa facilita conèixer les seves perspectives de manera individualitzada.¹

De la dispersió de l'activitat arran de la pandèmia...

Gràcies al nou indicador, observem que els forts xocs que va patir l'economia espanyola entre el 2020 i el 2023 han tingut un impacte molt dispar sobre els diferents sectors, la qual cosa va augmentar la dispersió de l'evolució de l'activitat:

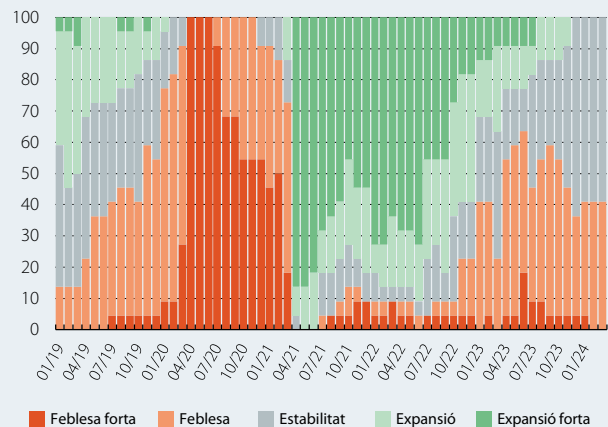
- La pandèmia de COVID-19 el 2020 va provocar una caiguda de l'activitat econòmica forta i generalitzada, especialment intensa als sectors més dependents de la interacció social: l'oci i entreteniment, la restauració i l'allotjament. Amb posterioritat, la ràpida i intensa recuperació va generar increments de l'activitat molt elevats.
- Els colls d'ampolla en les cadenes globals de valor que es van succeir a partir del 2021 van perjudicar la indústria manufacturera, en especial el sector de l'automòbil.
- La guerra a Ucraïna i la crisi energètica el 2022 van disparar els costos de producció, la qual cosa va afectar de forma més severa les branques industrials més intensives en l'ús d'energia: el sector agroalimentari (primari i indústria transformadora), la indústria extractiva, l'auxiliar de la construcció, el tèxtil i el calçat, la paperera i el refinatge van ser les branques que més van patir.
- Finalment, l'augment dels tipus d'interès des de mitjan 2022 va perjudicar els sectors més dependents del finançament extern, com el sector immobiliari i algunes branques industrials.

1. Per a més detalls sobre la metodologia utilitzada per a la construcció d'aquest indicador, vegeu el quadre metodològic que apareix a l'Observatori Sectorial 2024 (<https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/observatori-sectorial/indicador-sectorial-caixabankresearch>).

... a una homogeneïtzació progressiva del comportament sectorial

A mesura que aquests xocs s'han anat absorbint, el comportament dels sectors és cada vegada més homogeni. El nostre Semàfor sectorial mostra que, en els primers mesos del 2024, al voltant del 60% dels sectors estan mantenint un creixement estable.² A més a més, l'anàlisi dels indicadors per àmbits (l'activitat, el mercat laboral i el sector exterior) ens permet concloure que la fortalesa del mercat laboral és el principal factor que explica la resiliència de forma generalitzada a tots els sectors i que, en canvi, el suport del sector exterior es va anar esvaint a partir de mitjan 2023 i amb prou feines s'observen signes de millora en les dades més recents.

Semàfor sectorial per a l'economia espanyola (% sobre el total de sectors)



Notes: El Semàfor indica el percentatge de sectors classificats en funció de 5 categories de creixement, que es defineixen de la manera següent: «Feblesa forta», si el valor que pren l'indicador sectorial és inferior al percentil 15 (P15) de la distribució històrica d'aquest indicador; «Feblesa», quan pren un valor entre el P15 i el P40; «Estabilitat», entre el P40 i el P60; «Expansió», entre el P60 i el P85, i «Expansió forta», quan l'indicador es troba per damunt del P85.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, de l'AEAT, del MISSM, de DataComex i de la REE.

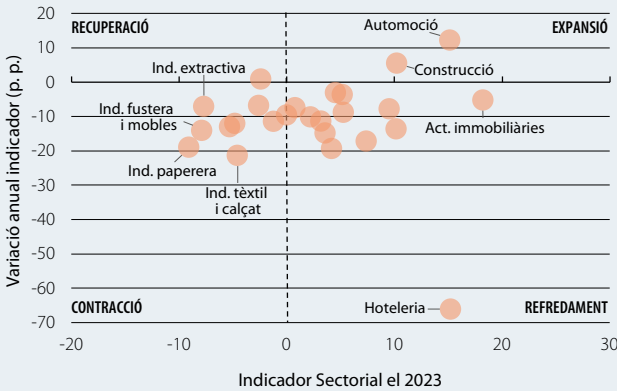
En quin moment del cicle es troba cada sector?

Entrant en el detall dels sectors d'activitat, el Relloctge sectorial de CaixaBank Research ens permet situar en quin moment del cicle es troba cada sector. En concret, el Relloctge mostra el nivell de l'indicador a l'eix horitzontal i la seva variació en l'últim any a l'eix vertical. D'aquesta manera, els

2. El Semàfor sectorial és un gràfic en què els sectors d'activitat es classifiquen en cinc categories en funció de la intensitat del seu ritme de creixement. En concret, un sector es troba en feblesa forta si el valor que pren l'indicador sectorial és inferior al percentil 15 (P15) de la distribució històrica d'aquest indicador; en feblesa, quan pren un valor entre el P15 i el P40; en estabilitat, entre el P40 i el P60; en expansió, entre el P60 i el P85, i en expansió forta, quan l'indicador es troba per damunt del P85.

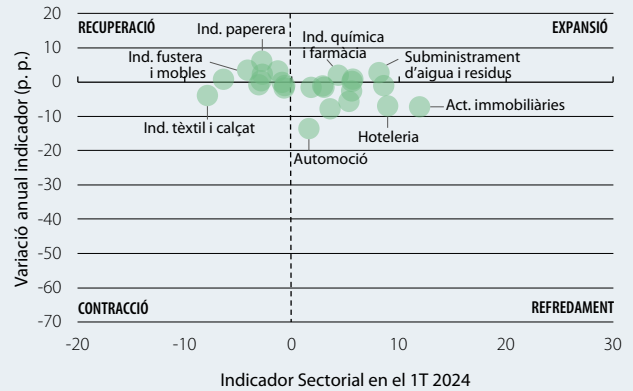
Rellojge sectorial de CaixaBank Research

2023



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, de l'AEAT, del MISSM, de DataComex i de la REE.

1T 2024



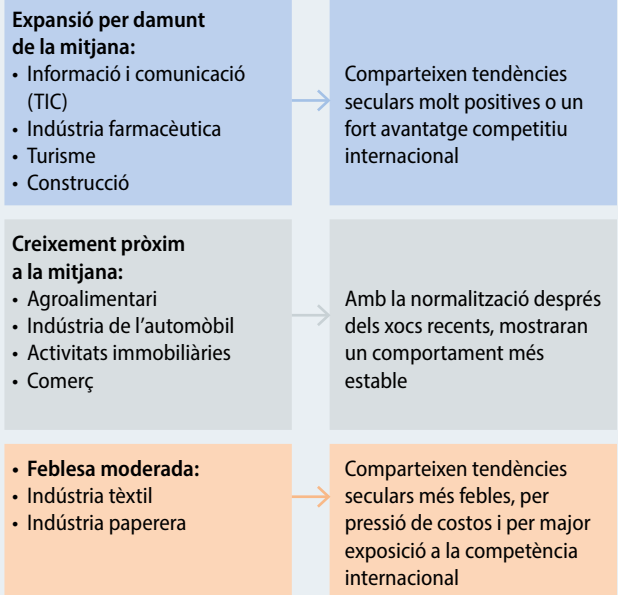
quadrants resultants informen sobre la posició actual del sector i la seva tendència recent: expansió (indicador en positiu i creixement en l'últim any), refredament (indicador en positiu, però descens en l'últim any), contracció (indicador en negatiu i en descens en l'últim any) i recuperació (indicador en negatiu, però creixent en l'últim any). Comparant el Rellojge del 2023 amb el dels primers mesos del 2024, podem observar en quin moment del cicle se situen els sectors i quina és la seva tendència recent:

- En els primers mesos del 2024, els sectors s'agrupen a la vora de l'origen de coordenades, la qual cosa indica una menor dispersió entre sectors.
- La indústria química i farmacèutica, el subministrament d'aigua, el comerç al detall i les activitats professionals i administratives milloren i passen al quadrant d'expansió.
- També milloren moltes indústries, llastades pel repunt dels costos dels últims anys, que se situen al quadrant de recuperació (la indústria fustera, la paperera, l'extractiva, el refinatge i l'auxiliar de la construcció).
- Les activitats immobiliàries, la fabricació de material de transport i l'hoteleria passen al quadrant de refredament i, fins i tot, es mantenen entre els sectors que s'estan comportant millor.
- Continuen al quadrant de contracció el sector agroalimentari i la indústria tèxtil i del calçat, i se'ls uneix el comerç a l'engròs.

Perspectives de l'economia espanyola en clau sectorial: què esperem el 2024 i el 2025

Les perspectives de l'economia espanyola per al bienni 2024-2025 són positives, tot i que s'anticipa una lleugera moderació del creixement del PIB, que passarà del 2,5% el 2023 al 2,4% el 2024, per consolidar-se després en el 2,3% el 2025, segons les últimes previsions de CaixaBank Research. En aquest escenari, preveiem que la dispersió del

Previsions sectorials 2024-2025



ritme de creixement entre sectors es continuarà reduït de manera gradual, a mesura que l'impacte de l'augment dels costos de producció i dels tipus d'interès es vagi diluint. De fet, no esperem contraccions en el VAB de cap dels sectors analitzats, i els diferents ritmes de creixement estan marcats per les tendències a mitjà i a llarg termini.

Entre els sectors per als quals esperem un major ritme de creixement en el bienni 2024-2025, destaquen els vinculats a la transició digital (com les tecnologies de la informació i la comunicació, i els serveis professionals) o els sectors en què Espanya despunta per la seva elevada competitivitat (com el farmacèutic o el turístic). A l'altre extrem, la indústria tèxtil i la paperera són els sectors que mostrarien un creixement més moderat.

Pedro Álvarez Ondina

Enquesta Financera de les Famílies: Espanya no és un país per a joves

Bretxa generacional: un fenomen que s'intensifica en renda i en riquesa

Aquesta primavera, el Banc d'Espanya ha publicat l'Enquesta Financera de les Famílies del 2022 (EFF 2022). Es tracta de la vuitena onada d'aquest estudi, que, a partir de poc més de 6.000 enquestes a llars, caracteritza la distribució de les principals variables de renda i de riquesa de les més de 18 milions de llars espanyoles.

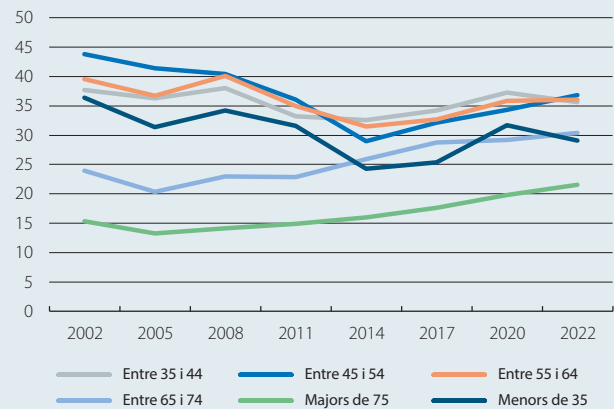
A nivell agregat, la renda mitjana de les llars ha augmentat l'1,1% entre el 2019 i el 2021,¹ i la riquesa neta,² el 3,7% entre el 2020 i el 2022.³ Així les coses, el 2022, la renda mitjana per llar a Espanya era de 32.400 euros (mitjana de 43.100 euros), i la riquesa neta mitjana, el gros de la qual prové del valor dels actius reals,⁴ de 142.700 (mitjana de 309.000 euros).

No obstant això, aquesta situació agregada encobreix notables diferències entre generacions. Segons les dades recollides per l'EFF, la bretxa generacional és una qüestió tant de renda com, sobretot, de riquesa: entre el 2001 i el 2021, la renda mitjana de les llars amb un cap de família menor de 35 anys (en euros del 2022) va baixar el 19,8%, mentre que la dels majors de 74 anys va pujar el 40,5%. Cal matisar, però, que els dos col·lectius disposen d'una renda mitjana inferior a la resta de llars i que les llars amb un cap de família més gran partien de la situació més precària i continuen sent les que tenen menys ingressos. Així mateix, la bretxa de riquesa entre les generacions més joves i les més grans també s'ha ampliat en les dues últimes dècades: la riquesa total neta de les llars menors de 35 anys va baixar el 72,7% entre el 2002 i el 2022, i la dels majors de 74 anys va pujar el 98,7%.

Una altra manera d'il·lustrar l'evolució de la bretxa generacional és analitzant la renda i la riquesa dels joves i dels més grans en relació amb el principal grup en edat de treballar (35-44 anys). Al tercer gràfic, s'observa que, des del 2002, i partint d'un nivell molt similar, els ingressos dels joves s'han allunyat en més de 14 punts dels de la població treballadora, mentre que els majors de 74 anys han reduït la seva bretxa en 20 punts. Fent un exercici semblant amb la riquesa neta, la ràtio dels joves en relació amb la població treballadora ha passat del 55% el 2002 al 26% el 2022, mentre que, per als més grans, ha passat del 84%... a gairebé triplicar el 2022 la riquesa de les llars entre els 35 i els 44 anys!

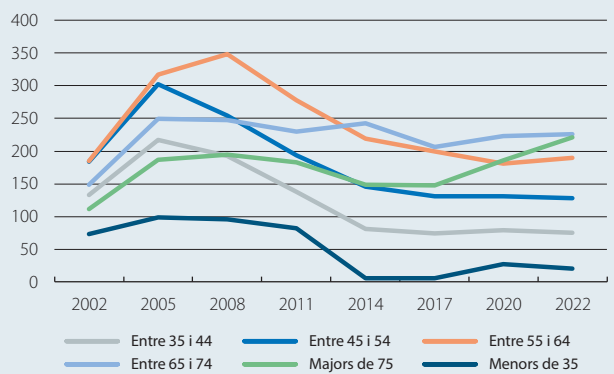
1. Les dades d'ingressos són de l'any anterior al de l'enquesta, i les de riquesa, del mateix any de l'enquesta. Així, per exemple, a l'EFF 2022, es pregunta per la riquesa del 2022 i per la renda del 2021, mentre que, a l'EFF 2020, es pregunta per la riquesa del 2020 i per la renda del 2019.
 2. Suma d'actius reals i d'actius financers restant els passius financers.
 3. Tots els imports d'aquest article són a preus constants del 2022, és a dir, corregits per la inflació.
 4. El 2022, el 83,8% de les llars posseïen actius reals, el valor mitjà dels quals era de 181.300 euros. D'altra banda, el 97,7% de les llars posseïen actius financers, el valor mitjà dels quals era de 16.200 euros.

Espanya: renda mitjana per grups d'edat (Milers d'euros)



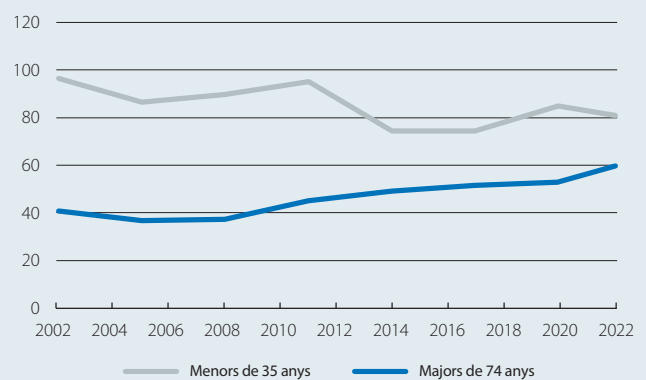
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Financera de les Famílies (Banc d'Espanya).

Espanya: riquesa neta mitjana per grups d'edat (Milers d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Financera de les Famílies (Banc d'Espanya).

Espanya: bretxa en renda en relació amb la població treballadora entre els 35 i els 44 anys (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Financera de les Famílies (Banc d'Espanya).

La propietat de l'habitatge, factor clau de l'augment de la bretxa generacional

La divergència entre joves i grans en riquesa neta s'explica, en bona part, per l'immobiliari: en els 20 últims anys, s'ha produït una reducció marcada en la proporció de joves que accedeixen a un habitatge en propietat –que ha reculat del 66% el 2002 al 31,8% el 2022–, i, al grup dels que han adquirit un habitatge, el seu valor mitjà en relació amb el dels més grans ha passat d'1,5 el 2002 a 1 el 2022, xifres que reflecteixen, possiblement, que els joves compren propietats més petites i en zones més barates que uns anys enrere.

Si ens centrem en els actius financers, també s'han produït alguns canvis destacables que agreugen la bretxa generacional i que apunten a una reduïda capacitat d'estalvi en els joves. Així, el 2002, l'import mitjà en comptes i en dipòsits utilitzables per realitzar pagaments dels joves era de 2.120 euros i, el 2022, era de 3.270 euros. En canvi, per als majors de 75 anys, ha passat de 2.650 a gairebé 15.000 euros. La participació dels joves en altres tipus d'actius financers, com fons d'inversió i plans de pensions o assegurances, també s'ha reduït de manera notable.⁵ Sigui com sigui, els actius financers representen només el 21% de la riquesa bruta total de les llars el 2022 (el 21% per als joves i el 28% per als majors de 74 anys), de manera que la dificultat per accedir a un habitatge en propietat és la principal causa de l'augment de la bretxa generacional.

Caiguda del deute pendent i de l'estrès financer de les llars: generalitzada i també per als joves

Pel costat dels passius, cal destacar que s'ha produït una caiguda generalitzada del deute de les llars a tots els segments, la qual cosa reflecteix el notable procés de despalanquejament de les famílies espanyoles des del 2010. Si ens centrem en el període més recent, el saldo viu mitjà en habitatge principal per a les llars endeutades s'ha reduït el 9,7% entre el 2020 i el 2022; en el cas d'altres propietats, ha reculat el 27,3%, i, per als préstecs al consum, ha caigut el 9,2%.⁶

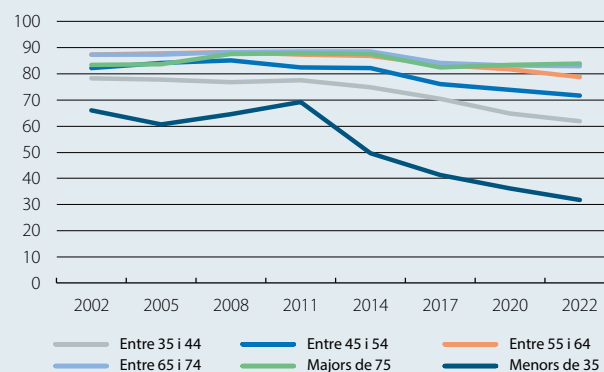
Si observem la reducció del saldo viu de les llars amb deute per franges d'edat, observem que els joves són els que han reduït més l'import del deute mitjà en habitatge principal (el -14,2% entre el 2020 i el 2022), una reducció una mica per damunt de la de les famílies amb un cap de la llar entre els 35 i els 55 anys, però una mica per sota de la de les llars entre els 65 i els 74 anys. Atès que una menor proporció de llars joves posseeix un habitatge en propietat, també s'ha

5. El 2002, el 5,5% de les llars joves posseïen fons d'inversió i el 18,6%, plans de pensions o assegurances, un percentatge que va caure fins al 4,9% i el 12,5%, respectivament, el 2022. Per la seva banda, el 2,6% de les llars de més de 75 anys tenien fons d'inversió i el 2,1%, plans de pensions o assegurances el 2002, un percentatge que va augmentar de manera meteòrica fins al 14,8% i el 12,1%, respectivament, el 2022.

6. Noti's que la reducció de l'import del deute reflecteix tant les amortitzacions normals i anticipades del deute existent com l'import dels nous préstecs i crèdits. Les entrevistes de l'EFF 2022 es van realitzar entre el 25 de març i el 15 de juny de 2023, de manera que ja recullen parcialment l'impacte de les pujades de tipus d'interès.

Espanya: llars posseïdores de l'habitatge principal per franja d'edat

(% sobre les llars d'aquesta franja d'edat)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Financera de les Famílies (Banc d'Espanya).

reduït la proporció que compta amb un deute hipotecari: només el 20,6% de les llars amb un cap de família menor de 35 anys ha contret un deute hipotecari per adquirir l'habitatge principal (-24,4 p. p. en relació amb el 2002). Així mateix, el nivell d'endeutament dels joves que s'endeuten sembla raonable en relació amb els seus ingressos (com veurem, els indicadors d'estrès financer dels joves són inferiors a la mitjana). No obstant això, una major proporció de llars joves tenen deutes relacionats amb préstecs al consum (el 28,5% el 2022, +5,2 p. p. en relació amb el 2002).

La disminució del nivell d'endeutament ha permès reduir la càrrega financera entre el 2020 i el 2022 malgrat l'augment dels tipus d'interès. En efecte, la càrrega financera mitjana, mesurada com els pagaments per servei del deute (amortització + interessos) entre els ingressos de les llars endeutades, ha disminuït de manera notable entre el 2020 i el 2022 i ha passat del 15,8% al 13,7%, el mínim de tota la sèrie històrica. La reducció de la càrrega financera ha estat, fins i tot, superior per a les llars menors de 35 anys (del 15,5% el 2020 al 12,1% el 2022).

Finalment, la proporció de llars que, de forma habitual, es consideren financerament vulnerables –llars amb càrregues financeres superiors al 40% de la renda bruta– també ha disminuït de manera important entre el 2020 i el 2022, del 10,5% al 8,1% del total de llars (el pic assolit durant la crisi financera va ser del 16,8%). En el cas dels joves, els vulnerables representen amb prou feines el 4,7% dels endeutats joves, malgrat que, de nou, cal recordar que només el 58% de llars amb un cap de família jove (les quals òbviament no inclouen els joves que viuen amb els pares) havien contret algun tipus de deute.

En definitiva, l'EFF 2022 apunta a un enfortiment de la posició financera de les famílies a nivell agregat, amb una disminució del nivell d'endeutament que ha permès reduir la càrrega financera. No obstant això, en temes distribucionals, la bretxa entre generacions continua augmentant, en especial pel que fa a la riquesa.

Javier Garcia-Arenas, Josep Mestres i Judit Montoriol

On s'ha concentrat la caiguda de la taxa de temporalitat?

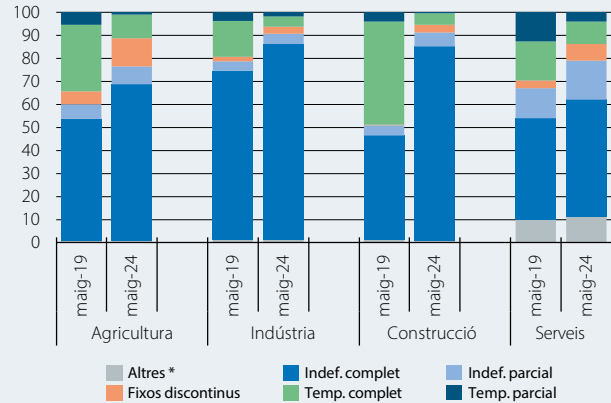
Un dels pilars en què es basa la resiliència de l'economia espanyola en els últims anys és el notable dinamisme del mercat laboral. No solament s'han assolit xifres rècord d'ocupació, sinó que s'ha avançat de manera intensa en la correcció de l'elevada taxa de temporalitat, un dels principals hàndicaps del mercat laboral espanyol i un dels objectius que perseguia l'última reforma laboral aprovada al desembre del 2021.¹ La reducció de la temporalitat ha estat generalitzada per sectors, per grups d'edat o per regions, tot i que s'observen certes diferències.

Al maig, l'afiliació a la Seguretat Social va assolir un nou màxim històric en superar els 21,3 milions, 1,88 milions més que en el mateix mes del 2019: només en l'últim any, la xifra ha augmentat en més de 506.000 afiliats. Durant aquest període, la taxa de temporalitat s'ha reduït de manera apreciable: del total d'afiliats al Règim General al maig, el 12,7% eren temporals, la qual cosa contrasta amb el 30,1% observat en el mateix mes del 2019. El descens de la temporalitat ha estat més intens al sector privat, amb una reducció de 18,6 p. p., fins al 10,5%, mentre que, al sector públic, aquesta ràtio s'ha reduït fins al 25,1% des del 32,2%.²

Per sectors i per branques d'activitat, la caiguda de la temporalitat ha estat major en aquells que partien de taxes més elevades abans de la reforma laboral, com la construcció, amb una reducció de 43,2 p. p., i l'agricultura, amb una caiguda de 22,9 p. p.; dins els serveis, destaquen els des-

Espanya: estructura d'afiliats per sector i per tipus de contracte

(% sobre el total d'afiliats al sector)



Notes: Afiliats al Règim General. * Aprenejatge, formació, pràctiques, afiliats que no tenen contracte (funcionaris), cuidadors no professionals, programes de formació i pràctiques no laborals en empreses, etc.

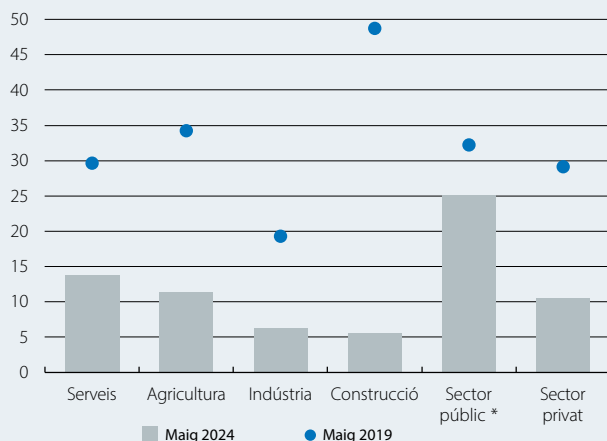
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

censos en hotelaria i en activitats recreatives i administratives, amb ajustos de -29,8 p. p., de -28,6 p. p. i de -25,1 p. p., respectivament.

Durant el període analitzat, els afiliats amb contracte indefinit han passat del 61,7% al 78,0% del total: han crescut els afiliats a temps complet, el 34,2% i 2,45 milions de persones concretament; els contractes a temps parcial, el 49,4%, amb un augment de 820.000 persones, i els fixos discontinus, que han augmentat en 637.000 persones, fins

Espanya: taxa de temporalitat per sectors

Afiliats temporals/total afiliats (%)

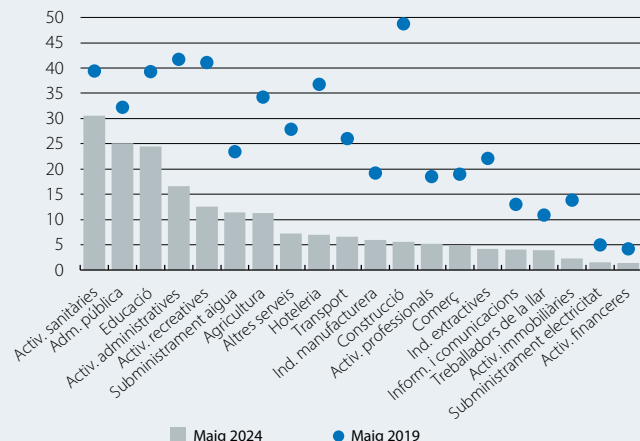


Notes: Afiliats al Règim General. * Afiliats amb contracte temporal en Administració Pública, Defensa i Seguretat Social obligatòria (secció O).

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

Espanya: taxa de temporalitat per activitats

Afiliats temporals/total afiliats (%)



Nota: Afiliats al Règim General.

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

1. Reial decret llei 32/2021 de mesures urgents per a la reforma laboral, la garantia de l'estabilitat en l'ocupació i la transformació del mercat de treball. Per a més detall, vegeu el Focus «La reforma laboral: un exercici d'equilibris amb el focus en la temporalitat», a l'IM02/2022.
2. Considerant els afiliats en Administració pública, Defensa i Seguretat Social obligatòria (secció O de la CNAE), de manera que no inclou els treballadors del sector públic en sanitat i en educació. Al desembre del 2023, el pes dels afiliats públics en educació era del 45,4% i en sanitat, del 61,0%.

a superar lleugerament el milió, una xifra 2,4 vegades superior a la del 2019. No obstant això, aquest augment dels fixos discontinus és molt inferior a la caiguda dels afiliats amb contracte temporal, que s'han reduït el 52,6%, la qual cosa representa un descens de 2,38 milions. El pes dels fixos discontinus sobre el total de contractes ha passat del 3,0% al maig del 2019 al 6,5% al maig d'enguany, mentre que els indefinits a temps complet situen el seu pes en el 56,9%, i els parcials, en el 14,7% (vs. el 47,6% i l'11,0% el 2019, respectivament).

Els afiliats fixos discontinus han guanyat protagonisme a tots els sectors, però ho han fet en especial en aquells on l'activitat dels treballadors presenta més estacionalitat i es desenvolupa de manera intermitent al llarg de l'any, com a l'agricultura, on ara representen el 12,3% del total d'afiliats, quan, el 2019, només arribaven al 5,6%; en el cas de la construcció, ara representen el 3,2%, un augment de 2,8 p. p., i en serveis, el 7,2%. En canvi, a la indústria, amb prou feines han crescut 1 p. p., fins al 3,1%. Per activitats, el pes dels fixos discontinus és molt elevat a l'hoteleria i a les activitats recreatives (el 24,0% i el 21,3% del total, respectivament); és en aquesta última activitat, a més a més, on més ha crescut el pes d'aquest tipus de contracte des del 2019 (13,9 punts), molt per damunt de l'increment en hoteleria (11 punts).

Tenint en compte l'edat dels treballadors, la caiguda de la temporalitat ha estat molt més intensa entre els joves, gairebé 38 p. p. en el cas dels que tenen entre 16 i 24 anys. En conseqüència, s'ha reduït de forma considerable la dispersió per grups: si, el 2019, la diferència entre la taxa més alta i la més baixa (la corresponent al grup dels 55 a 59 anys) era de 36,4 p. p., el 2024, és tot just de 8,6.

Malgrat que a tots els grups d'edat els contractes indefinits que guanyen més pes són els de temps complet, destaquen els menors de 25 anys, on es dupliquen fins a vorejar el 30% del total; en aquest últim grup també és on avancen amb més vigor els fixos discontinus, més de 12 p. p., fins al 15,0%.

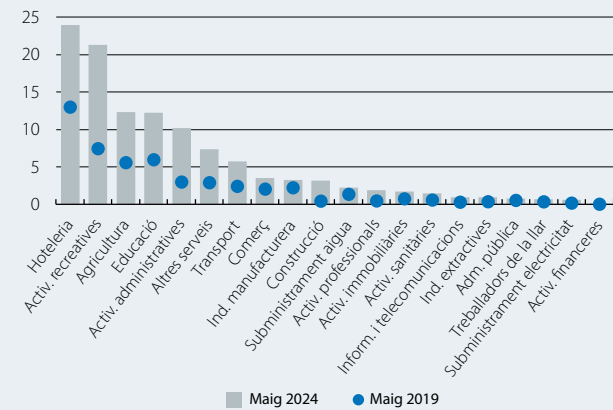
Per comunitats autònomes, les més dependents de les activitats agràries, com Andalusia, Múrcia o Extremadura, o turístiques, com els arxipèlags i la Comunitat Valenciana, són les que anoten les majors caigudes de la temporalitat des del 2019, al voltant de 20 p. p., en contrast amb el menor ajust a les regions més industrials del nord peninsular i a Madrid.

La immigració està jugant un paper fonamental per esmoreir l'impacte de les dinàmiques demogràfiques, en particular la caiguda de la natalitat i l'envelliment de la població, ja que amplia i rejuveneix la població activa.³ De

3. Per a més informació, vegeu el Focus «Canvis en les característiques de la població immigrant a Espanya en els últims anys», a l'IM07/2023.

Espanya: afiliats amb contracte fix discontinu per activitats

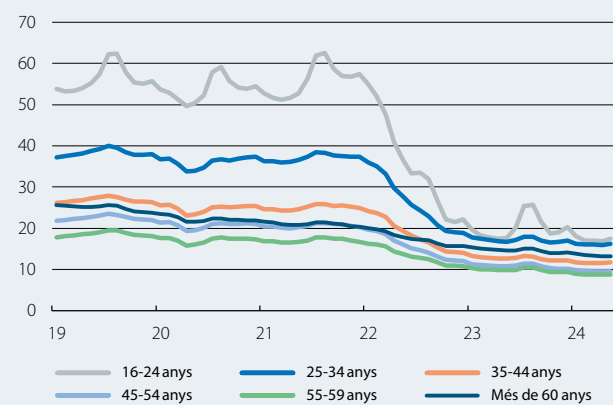
(% sobre el total d'afiliats de l'activitat)



Nota: Afiliats al Règim General.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

Espanya: taxa de temporalitat per grups d'edat

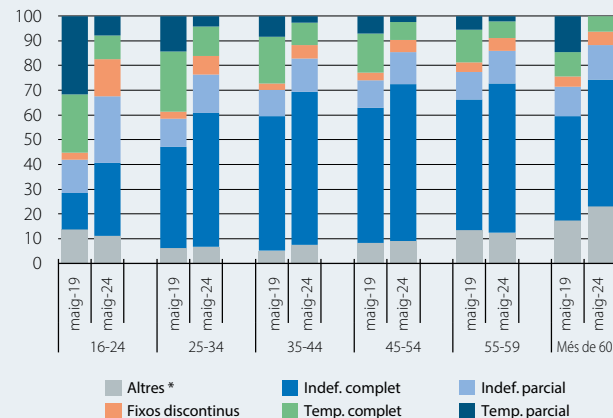
(%)



Nota: Afiliats al Règim General.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

Espanya: estructura d'afiliats per grup d'edat i per tipus de contracte

(% sobre els afiliats al grup d'edat)



Notes: Afiliats al Règim General. * Aprenentatge, formació, pràctiques, afiliats que no tenen contracte (funcionaris), cuidadors no professionals, programes de formació i pràctiques no laborals en empreses, etc.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

fet, l'excel·lent comportament del mercat laboral en els últims anys s'explica, en gran part, per la contribució de la població estrangera: entre l'abril del 2019 i l'abril del 2024, el 38,4% dels nous afiliats a la Seguretat Social, prop de 719.000, són estrangers, i el seu pes sobre el total supera lleugerament el 13%.⁴

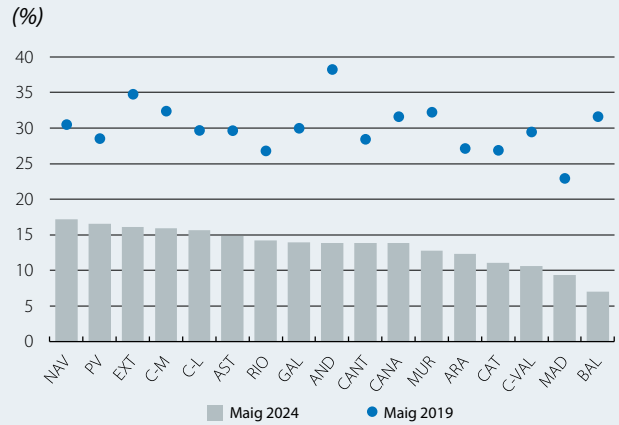
En els últims anys, l'augment del pes dels treballadors estrangers ha estat generalitzat per activitats, llevat de l'Administració pública, on s'estabilitza en nivells molt reduïts, i educació, on cau lleugerament. Aquestes dues activitats, juntament amb sanitat, on el pes dels estrangers amb prou feines creix 1,7 p. p., són les que presenten les taxes de temporalitat més elevades.

Tot i que no disposem de dades d'afiliats per tipus de contracte i per nacionalitat, a l'últim gràfic s'observa que l'augment del pes dels estrangers ha estat més intens en algunes de les activitats on més ha caigut la temporalitat, com les activitats administratives, l'hoteleria i, sobretot, la construcció.

En definitiva, la combinació de restriccions en l'ús dels contractes temporals, juntament amb l'impuls dels contractes fixos discontinus per canalitzar les feines que es desenvolupen de manera intermitent però recurrent, ha contribuït a la reducció de la taxa de temporalitat, quelcom que tradicionalment només succeïa en escenaris recessius de destrucció d'ocupació, quan els treballadors temporals solien ser els primers que patien l'ajust. En canvi, ara la temporalitat s'ha reduït per una transformació de l'ocupació temporal en indefinida. Malgrat que el creixement dels fixos discontinus ha estat significatiu, l'augment dels afiliats indefinits ha estat molt superior i ha permès una major estabilitat de l'ocupació i un vincle més sòlid entre treballador i empresa.

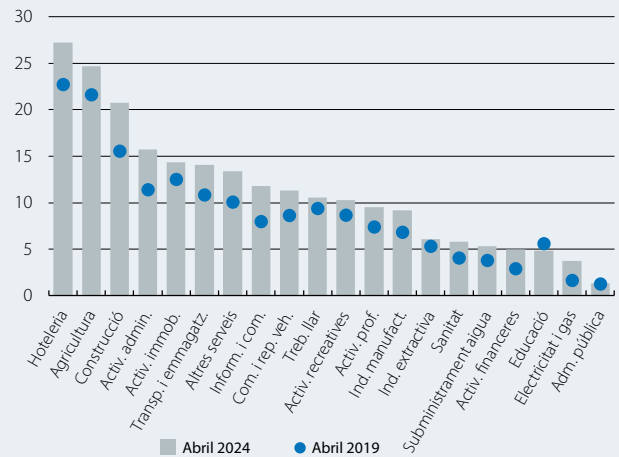
Nuria Bustamante i Sergio Díaz

Espanya: taxa de temporalitat per comunitats autònomes



Nota: Afiliats al Règim General.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

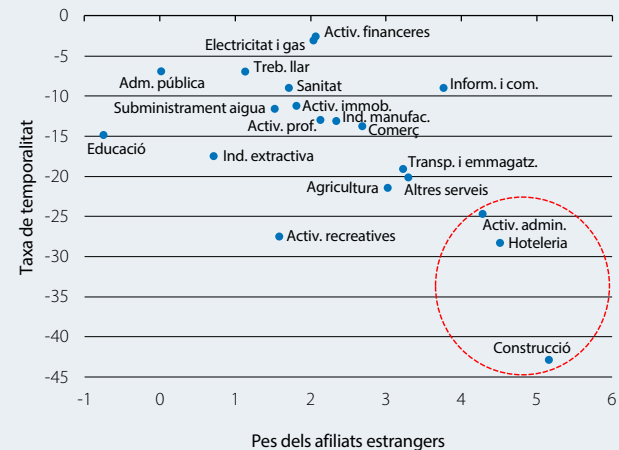
Espanya: afiliats estrangers per activitats
(% sobre el total d'afiliats a l'activitat)



Nota: Afiliats al Règim General.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

Espanya: taxa de temporalitat i pes dels estrangers per activitats

Variació entre l'abril del 2024 i l'abril del 2019 (p. p.)



Nota: Afiliats al Règim General.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

4. Si considerem només el Règim General, els afiliats estrangers han augmentat en 595.000, el 31,3% de l'augment total, mentre que el seu pes sobre el volum total d'afiliats és de l'11,6%.

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	03/24	04/24	05/24
Indústria									
Índex de producció industrial	2,2	-1,2	-2,2	-2,2	-0,7	0,0	-1,3	0,8	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-0,8	-6,5	-5,2	-8,2	-8,1	-5,2	-5,7	-4,3	-6,3
PMI de manufactures (valor)	51,0	48,0	48,5	47,3	45,9	50,7	51,4	52,2	54,0
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	15,4	1,2	1,7	4,3	0,6	-0,7	-2,9	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	29,0	0,3	3,2	-3,2	-9,0	-10,2	-10,7	...	...
Preu de l'habitatge	7,4	4,0	3,6	4,5	4,2	6,3	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	129,8	18,9	40,7	21,9	18,9	15,8	15,8	14,9	...
PMI de serveis (valor)	52,5	53,6	56,0	50,9	51,2	54,3	56,1	56,2	56,9
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,3	2,5	2,4	2,1	2,9	1,1	0,9	0,3	...
Matriculacions d'automòbils	-3,0	18,5	9,9	6,9	11,9	4,2	-4,7	23,1	3,4
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-16,1	-19,1	-17,2	-15,8	-14,7	-14,5
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	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,4	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	03/24	04/24	05/24
General	8,4	3,6	3,1	2,8	3,3	3,1	3,2	3,3	3,6
Subjacent	5,1	6,1	6,2	6,0	4,5	3,5	3,3	2,9	3,0

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	03/24	04/24	05/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	22,9	-1,4	12,3	4,5	-1,4	-6,9	-6,9	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	33,4	-7,2	10,7	-1,2	-7,2	-9,8	-9,8	...	...
Saldo corrent	8,2	38,0	28,7	35,8	38,0	37,9	37,9	...	...
Béns i serveis	16,3	60,3	42,6	54,6	60,3	61,0	61,0	...	...
Rendes primàries i secundàries	-8,1	-22,3	-14,0	-18,8	-22,3	-23,1	-23,1	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	20,7	53,9	42,6	50,0	53,9	52,5	52,5	...	...

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	03/24	04/24	05/24
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	4,9	0,6	0,4	-0,3	0,4	2,5	3,5	2,4	...
A la vista i estalvi	7,9	-4,5	-4,0	-6,9	-7,6	-6,6	-5,2	-5,7	...
A termini i preavis	-19,7	51,9	40,1	69,5	90,4	104,3	96,5	86,8	...
Dipòsits d'AP	9,6	8,7	6,8	11,3	9,4	27,2	43,6	62,6	...
TOTAL	5,2	1,1	0,8	0,5	1,0	4,1	6,3	6,6	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	-2,5	-2,2	-3,4	-3,7	-2,9	-2,6	-2,4	...
Empreses no financeres	0,9	-3,4	-2,7	-4,6	-5,2	-4,0	-3,6	-3,2	...
Llars - habitatges	1,0	-2,6	-2,4	-3,4	-3,3	-2,8	-2,5	-2,4	...
Llars - altres finalitats	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	...
Administracions públiques	0,2	-3,4	-3,3	-4,6	-5,5	-2,9	-4,8	-3,6	...
TOTAL	0,7	-2,6	-2,3	-3,4	-3,8	-2,9	-2,7	-2,4	...
Taxa de morositat (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	...

Notes: 1. Dada deflactada, sense estacions de servei. 2. EPA. 3. Dades mitjanes mensuals. 4. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 5. Dada fi del període.

Fons: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, la Comissió Europea, el Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.

Ajust de l'escenari macroeconòmic portuguès

En aquest article, repassem breument els principals factors que ens empenyen a revisar lleugerament l'escenari macroeconòmic previst per al 2024 i el 2025.

El principal canvi deriva d'un creixement del PIB en el 1T 2024 (el 0,8% intertrimestral, segons l'estimació de l'INE), 4 dècimes per damunt del que vam pronosticar al començament de l'any. Segons l'INE, el sòlid comportament del 1T es basa en la millora de la demanda externa, gràcies a un avanç de les exportacions de l'1,6% intertrimestral, acompanyat d'una contracció de les importacions del 0,6% intertrimestral.

Per la seva banda, el creixement de la demanda interna es va desaccelerar, a causa, sobretot, de la caiguda de la inversió, mentre que el consum privat es va mantenir dinàmic i es va accelerar en relació amb el 4T 2023. El fet que la Setmana Santa s'hagi concentrat enguany al març també hauria d'haver afavorit l'activitat turística en el 1T.

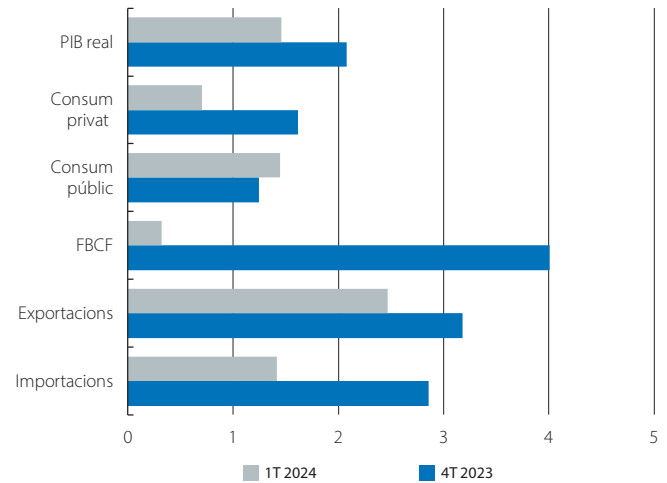
Les dades relatives al 2T són encara escasses, però mostren un bon to. Les vendes del comerç al detall van augmentar l'1,8% interanual a l'abril i, exclosos els carburants, el 2,8%. Van superar en els dos casos el creixement mitjà interanual registrat en el 1T. L'indicador de clima econòmic va millorar 1 dècima al maig i es va situar en l'1,9%. En sentit contrari, el sentiment dels consumidors va recular marginalment al maig, fins als -17,6 punts des dels -17,4 de l'abril.

Esperem que, en la segona meitat de l'any, l'activitat torni a guanyar dinamisme a mesura que avanci el procés de desinflació i es relaxi la política monetària, la qual cosa tindrà el seu reflex en els costos de finançament, en les expectatives dels agents i en la demanda dels principals socis comercials.

En termes de preus, revisem lleugerament a l'alça la previsió de la inflació mitjana el 2024 i el 2025 i ajornem, així, l'arribada al 2% fins al 2026. Malgrat que esperem que les pressions inflacionistes es vagin reduint de forma gradual, no descartem que, puntualment, es produeixi algun repunt, com vam veure al març, quan la taxa subjacent va interrompre la senda de 12 mesos consecutius de reducció. Hi ha mesos en què els efectes base a l'alça es poden fer sentir amb més força, com al maig, ja que aquest va ser el mes en què es va aplicar la reducció de l'IVA per a determinats aliments el 2023.

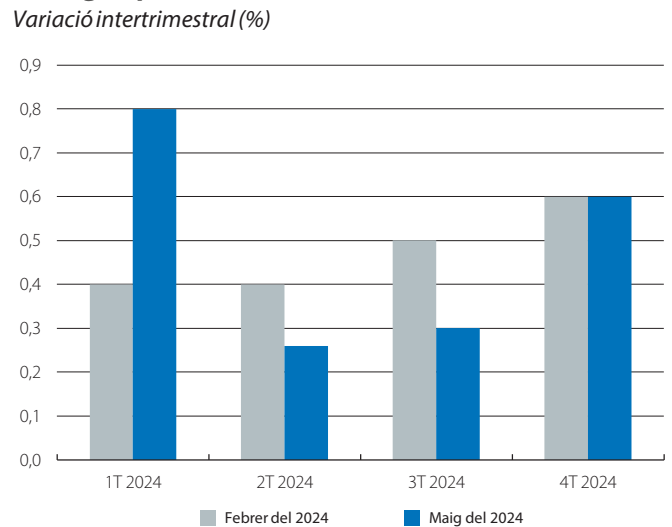
Pel que fa a les primeres matèries energètiques, s'observen comportaments mixtos: d'una banda, els preus del gas als mercats internacionals estan en nivells clarament inferiors als del 2022-2023 i força estables, a causa d'un nivell de reserves superior a les mitjanes històriques; de l'altra, però, el Brent ha registrat preus per damunt del que pronosticàvem al començament de l'any. Malgrat que, en els últims mesos, no sembla

Portugal: PIB i components de la demanda Variació interanual (%)



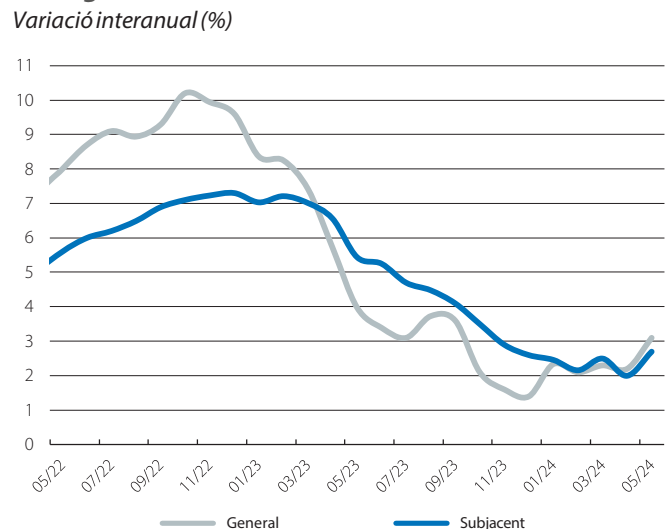
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: previsió del PIB Variació intertrimestral (%)



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

Portugal: IPC Variació interanual (%)



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

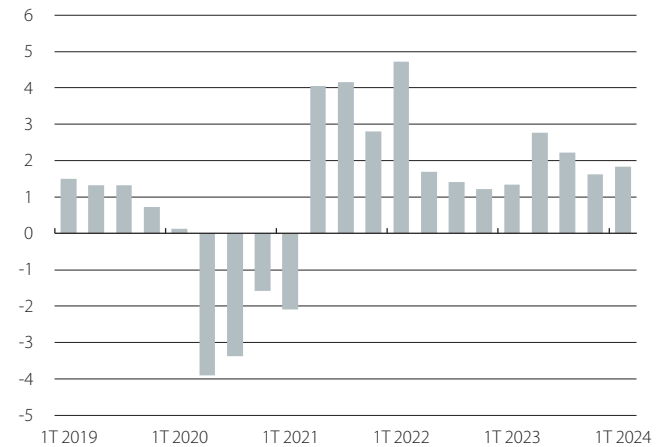
que la relació entre l'oferta i la demanda de cru estigui tensio-nada, els problemes geopolítics desencadenats per la guerra entre Israel i Hamàs tenen un important potencial disruptiu en el preu del cru: l'Iran és el quart productor de l'OPEP i més del 30% del cru exportat per mar passa pels estrets d'Ormuz i de Bab el-Màndeb. Cal destacar la persistència de la inflació als serveis, que pesen més del 40% en l'índex general i que, de mitjana, en els quatre primers mesos del 2024, s'ha situat per damunt del 4% interanual. En resum, la nostra lleugera revisió a l'alça de la inflació reflecteix la revisió també a l'alça dels preus del Brent, i, malgrat que la incertesa continua sent considerable, estimem que la normalització gradual serà la tendència dominant.

En relació amb el mercat laboral, l'ajust en les previsions és petit, amb prou feines un augment de la taxa d'atur d'1 dècima el 2024, fins al 6,8%. Aquesta revisió és deguda al creixement més significatiu de la població activa en el 1T en relació amb el que es preveia inicialment. El mercat laboral es continua comportant de forma positiva, com es reflecteix en el rècord d'ocupats del final de març (més de 5 milions), en l'augment dels salaris a un ritme una mica superior al de la inflació des del març del 2023 i en el fet que el sector que va crear més ocupació en el 1T 2024 (la construcció civil) és procíclic i intensiu en mà d'obra. No obstant això, la desacceleració de l'economia en relació amb l'any anterior, combinada amb saldos migratoris positius i amb ofertes d'ocupació per sota del màxim (tot i que encara elevades), s'hauria de traduir en una menor capacitat d'absorció de treballadors.

Finalment, revisem a l'alça la previsió de l'índex de preus de l'habitatge per al 2024 i el 2025. En l'estimació anterior, encara no disposàvem de les dades corresponents a l'últim trimestre del 2023, que han estat superiors a les projeccions i han provocat un major efecte arrossegament, que explica, en part, la revisió a l'alça per al 2024 (del 3,5% al 4,3%). Però més rellevants són les dades que ja tenim del principi d'enguany: de mitjana, els preus van pujar el 0,7% mensual en cadascun dels tres primers mesos de l'any, i el nombre de transaccions immobiliàries van créixer en el trimestre, tant en termes intertrimestrals com interanuals. Per la seva banda, el preu a partir de les taxacions bancàries publicat per l'INE va registrar al març l'increment mensual més significatiu des del gener del 2023 (el +1,28%, fins als 1.580 euros per metre quadrat). Aquest comportament reflectiria un mercat que continua sent molt resilient en un context de manteniment d'una oferta limitada i d'una demanda dinàmica.

Portugal: creixement de l'ocupació

Variació interanual (%)

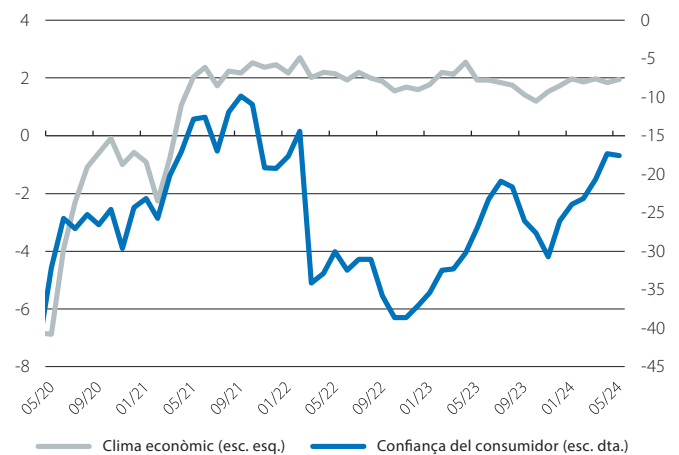


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: confiança del consumidor i clima econòmic

Variació interanual (%)

(p. p.)



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

Portugal: nou escenari macroeconòmic

	2023	2024	2025
PIB			
Maig 2024	2,3	1,7	2,3
Febrer 2024	2,3	1,6	2,3
Inflació			
Maig 2024	4,3	2,5	2,1
Febrer 2024	4,3	2,3	2,0
Preu de l'habitatge			
Maig 2024	8,2	4,3	2,4
Febrer 2024	8,2	3,5	2,0
Taxa d'atur			
Maig 2024	6,5	6,8	6,5
Febrer 2024	6,5	6,7	6,5

Font: CaixaBank Research, a partir de previsions pròpies.

Turisme a Portugal: balanç del 2023 i arrencada del 2024

El 2023, el sector turístic a Portugal va continuar la trajectòria de recuperació, va superar les expectatives i va establir nous rècords en diversos paràmetres. Per al 2024, esperem que es mantingui aquest bon funcionament, tot i que a un ritme més pròxim a la velocitat de creuer.

Diversos rècords establerts el 2023

És difícil assenyalar una mètrica en què l'any passat no se superessin nivells històrics. Començant pel nombre de pernoctacions, que van assolir els 77,1 milions, i d'hostes, que van superar els 30 milions. Aquesta última xifra és, aproximadament, el doble del registre de fa 10 anys i demostra el fort creixement del sector.

Portugal ha estat una de les destinacions amb més capacitat per recuperar el nivell de turistes internacionals previ a la pandèmia. Aquest bon funcionament del 2023 també es va veure influenciat per factors com la bona dinàmica del mercat emissor dels EUA i per esdeveniments puntuals, com les Jornades Mundials de la Joventut.

L'avanç de les pernoctacions va ser més intens entre els turistes no residents (el +15%) que entre els residents (el +2%), i es va tornar als patrons anteriors a la pandèmia (el 70% de les pernoctacions van correspondre a no residents i el 30% a residents). Els hostes residents van superar el nivell prepandèmia en un 10% (ja ho havien fet el 2022 en un 4%), i els no residents ho van fer per primera vegada en un 14%.

Pel que fa als no residents, destaca l'extraordinari exercici del mercat emissor dels EUA, amb un augment del 70% en relació amb el nivell prepandèmia, de manera que s'ha convertit en el tercer mercat emissor més voluminos.¹ Per tipologia, gairebé el 82% de les pernoctacions es van realitzar en hotels, tot i que les pernoctacions en lloguers turístics van registrar el major creixement interanual (el +16%, en relació amb el 10% en hotels i l'11% en turisme rural). Per regions, el creixement de les pernoctacions més intens va ser al Nord (el +15%) i a l'Àrea Metropolitana de Lisboa (el +13%). Destaca que, a l'Algarve, les pernoctacions de residents van disminuir tant en comparació amb el període prepandèmia (el -6%) com amb el 2022 (el -7%), a causa, possiblement, de factors de preu² i de la competència de destinacions similars i geogràficament pròximes al sud d'Espanya.

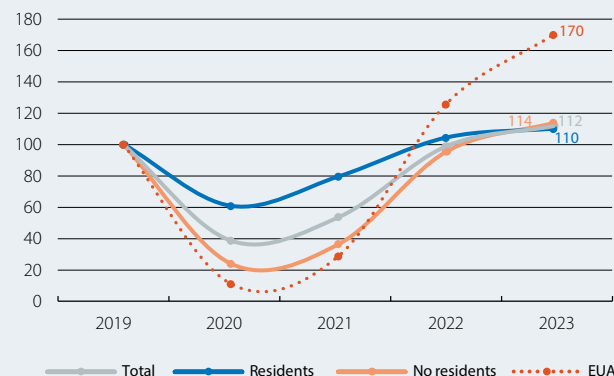
Aquestes xifres es van traduir en uns ingressos totals als establiments d'allotjament turístic de 6.000 milions d'euros, la qual cosa representa un creixement nominal del +20,1% en relació amb el 2022, també evident en termes reals (la inflació global mitjana anual el 2023 va ser del 4,3%, i la inflació dels serveis d'allotjament va ser del 17,2%). A la balança de pagaments, el saldo del turisme el 2023 va créixer el 20,7%, amb un superàvit del 7,1% del PIB. No obstant això, és curiós notar que, en el trimestre turístic més fort (el tercer), el

1. Vegeu el Focus «L'amic nord-americà: el boom del turisme procedent dels EUA a Portugal», a l'IM07/2023.

2. A l'agost del 2023, va assolir un RevPAR històric de 157,9 euros.

Portugal: nombre d'hostes (residents vs. no residents)

Nivell (100 = 2019)



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

creixement interanual de les importacions de turisme va ser més intens que el de les exportacions, ja que els viatges dels portuguesos a l'estranger van créixer el 30,3% interanual en el 3T 2023, en relació amb una caiguda del 3,1% en els viatges dins el país. Malgrat que els viatges interiors dels portuguesos continuen sent majoria (el 86% de tots els viatges dels residents), el creixement dels viatges a l'estranger el 2023 (el 21,5%) va ser superior al dels viatges interns (el 2,4%). Les principals destinacions dels viatges a l'estranger van ser Espanya (el 41,6%), França (el 10,1%) i Itàlia (el 6,9%).

El 2024 comença tímidament, tot i que les vacances de Setmana Santa han ajudat

En el 1T 2024, es va produir un creixement tant en el nombre de turistes com en el de pernoctacions en comparació amb el mateix trimestre del 2023 (el +7,7% i el +7,1%, respectivament), ritmes molt notables si considerem que la base de comparació és un excepcional 2023. No obstant això, aquestes dades encobreixen algunes variacions en els primers tres mesos de l'any, com es pot apreciar al quart gràfic, que mostra la variació de les pernoctacions a cadascun dels tres primers mesos de l'any en comparació amb el mateix mes de l'any anterior. Al gener, el funcionament va ser molt modest, fins i tot va caure en comparació amb el gener del 2023 (el -0,3%), amb una caiguda més marcada en les pernoctacions de residents (el -3%). El funcionament va anar millorant al llarg del trimestre, i, al març, tant les pernoctacions de residents com les de no residents van créixer més del 10% interanual. Una part d'aquest bon exercici deriva d'aquest efecte del període de vacances associat a la Pasqua: enguany, el període festiu es va repartir entre el març i l'abril, mentre que, el 2023, es va concentrar només a l'abril. Naturalment, això es va traduir en una menor taxa d'ocupació de llits al gener (i encara al febrer), però al març es va recuperar el registre més alt de la sèrie en aquest mes (el 42%).

Portugal: viatges mensuals dels portuguesos per destinació
(Milers)

Mes	Total (nombre)			Dins de Portugal (nombre)			A l'estranger (nombre)		
	2019	2022	2023	2019	2022	2023	2019	2022	2023
Total	24.463	22.627	23.668	21.363	19.969	20.440	3.100	2.657	3.228
Gener	1.501	1.373	1.570	1.313	1.275	1.423	188	97	148
Febrer	1.539	1.538	1.781	1.363	1.401	1.529	176	137	252
Març	1.634	1.431	1.502	1.422	1.261	1.352	212	170	150
Abril	2.060	1.972	2.177	1.739	1.666	1.873	321	306	304
Maig	1.539	1.456	1.546	1.356	1.282	1.334	184	174	212
Juny	2.001	1.901	1.933	1.677	1.641	1.636	323	260	297
Juliol	2.607	2.565	2.523	2.304	2.294	2.192	303	271	330
Agost	4.122	3.614	3.685	3.595	3.206	3.136	527	408	548
Setembre	1.939	1.778	1.806	1.705	1.549	1.502	234	229	305
Octubre	1.443	1.270	1.297	1.278	1.103	1.130	165	167	166
Novembre	1.555	1.350	1.266	1.365	1.188	1.080	190	161	187
Desembre	2.524	2.381	2.583	2.246	2.103	2.252	278	278	331

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

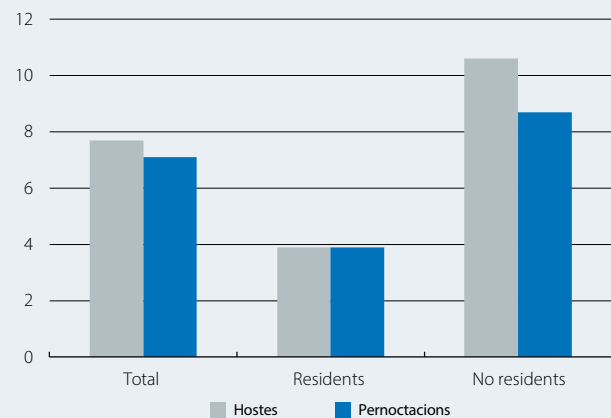
Per regions i en volum, el Nord i l'Algarve presenten el major augment de pernотacions en el 1T 2024 en relació amb el mateix període de l'any anterior. En termes de variació, destaquen la regió de l'Oest i la Vall del Tajo (el +23%), el Nord (el +10%) i el Centre (el +10%). Per mercat emissor, el major creixement es dona en orígens amb baixos pesos en el total, la qual cosa subratlla la creixent diversificació del turisme portuguès. Amb un creixement d'hostes superior al 20% en comparació amb el 1T 2023, destaquen Irlanda (el 23%), Dinamarca (el 25%), Polònia (el 26%) i el Canadà (el 30%). Pel costat més negatiu destaca la caiguda d'un dels mercats emissors més representatiu, França (el -71%). En volum, els EUA continuen destacant amb 41.600 turistes més.

En general, les dades del 1T són coherents amb les nostres perspectives de l'evolució del turisme el 2024, amb un augment esperat de turistes al voltant del 5%. L'efecte rebot de la recuperació postpandèmia es va esgotant, l'ús de la capacitat aeroportuària instal·lada es va aproximant al límit i es percep una certa cautela per part dels viatgers dels mercats europeus centrals, més pròxims al conflicte a Ucraïna. D'altra banda, l'escenari macroeconòmic central, que descarta la recessió a la zona de l'euro (on hi ha els principals mercats emissors de turistes per a Portugal), continuarà donant suport al creixement del sector al país, gràcies a una certa recuperació del poder adquisitiu, derivada del creixement salarial, i a la reducció de la inflació i dels tipus d'interès. Ja en el 2T 2024, a l'abril, el nombre de vols als aeroports nacionals va continuar superant els registres de l'any passat, la qual cosa és un bon indicatiu de cara als propers temps.

En resum, malgrat que aquestes primeres dades de l'any són coherents amb les nostres previsions, cal veure si la forta tendència del març es mantindrà o si prevaldrà el modest funcionament del gener i del febrer.

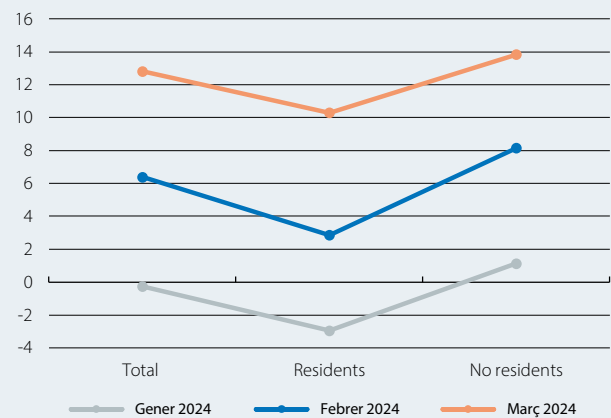
Tiago Belejo Correia

Portugal: nombre d'hostes i de pernотacions
Variació 1T 2024 vs. 1T 2023 (%)



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

Portugal: nombre de pernотacions
Variació en relació amb el mateix mes del 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	03/24	04/24	05/24
Índex coincident d'activitat	5,7	3,2	3,6	3,3	2,6	2,1	2,0	1,9	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	-3,1	-5,4	-4,5	-3,5	1,4	4,0	5,2	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-3,4	-7,4	-5,9	-9,0	-9,3	-7,9	-7,1	-6,8	-6,8
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,2	6,0	1,4	9,7	2,3	-23,1	-42,2	...	...
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	5,9	6,5	7,0	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	158,9	19,1	52,6	24,9	19,1	13,1	13,1	11,0	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	15,2	7,6	12,4	5,8	1,7	6,3	7,0	6,4	5,0
Consum									
Vendes comerç al detall	5,5	1,1	1,8	0,6	0,6	1,9	2,2	0,5	...
Indicador coincident del consum privat	3,9	2,4	2,7	2,7	2,1	2,1	2,2	2,5	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-29,7	-28,6	-29,4	-22,8	-27,2	-24,6	-22,6	-20,4	-18,5
Mercat de treball									
Població ocupada	2,3	2,0	2,8	2,2	1,6	1,8	2,2	1,5	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,2	6,5	6,1	6,1	6,6	6,8	6,4	6,3	...
PIB	6,8	2,3	2,6	1,9	2,1	1,5	-	-	-

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	03/24	04/24	05/24
General	7,8	4,4	4,4	3,5	1,7	2,2	2,3	2,2	3,1
Subjacent	5,6	5,1	5,7	4,4	3,0	2,3	2,5	2,0	2,7

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	03/24	04/24	05/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	23,2	-1,1	11,8	3,0	-1,1	-5,0	-5,0	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	31,7	-4,2	12,5	1,1	-4,2	-7,5	-7,5	...	...
Saldo corrent	-2,8	3,6	1,5	4,1	3,6	5,1	5,1	...	...
Béns i serveis	-4,7	3,3	-0,3	2,1	3,3	4,6	4,6	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,9	0,4	1,9	2,0	0,4	0,5	0,5	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	-0,5	7,2	4,5	7,3	7,2	8,8	8,8	...	...

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	03/24	04/24	05/24
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	6,4	-2,3	-2,1	-2,6	-2,3	2,7	2,7	3,5	...
A la vista i estalvi	7,3	-14,8	-9,0	-9,4	-14,8	-11,2	-11,2	-10,3	...
A termini i preavis	5,2	14,8	7,5	6,9	14,8	20,2	20,2	20,9	...
Dipòsits d'AP	12,4	-12,4	1,4	5,5	-12,4	9,1	9,1	3,6	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,0	-2,4	-2,6	2,9	2,9	3,5	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,7	-1,5	-1,2	-1,8	-1,5	-0,8	-0,8	-0,6	...
Empreses no financeres	-0,6	-2,1	-3,5	-3,5	-2,1	-1,9	-1,9	-1,9	...
Llars - habitatges	3,2	-1,5	0,1	-0,9	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	...
Llars - altres finalitats	2,9	0,2	0,4	-0,8	0,2	2,0	2,0	2,5	...
Administracions públiques	-2,7	-5,5	0,6	-1,4	-5,5	5,9	5,9	-1,4	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,1	-1,8	-1,7	-0,6	-0,6	-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.

Moment Europa: és hora de reforçar la nostra competitivitat

Els anys d'eleccions europees, que marquen la renovació de les principals institucions comunitàries, són el període ideal per reflexionar sobre les forteses i les febleses del mercat únic a nivell econòmic i sobre els reptes que s'apropen. D'això tracta aquest Dossier de *l'Informe Mensual*. En particular, un dels temes que està agafant més envergadura en el debat sobre les polítiques públiques és el de la competitivitat, en un context molt específic de recomposició de les cadenes globals de valor, de puixança xinesa i d'auge de les transicions energètica i digital. En altres paraules, parlem del grau en què l'economia europea és capaç de produir béns i serveis atractius, al mateix temps que manté i expandeix els nivells de benestar dels seus ciutadans a llarg termini. Els determinants són un conjunt d'institucions, de polítiques i de factors que estan interrelacionats i que inclouen elements com el capital humà, el grau d'innovació incorporat als productes i serveis que generen les seves empreses, l'eficiència dels processos productius i organitzatius d'aquestes empreses, i molts d'altres. En quins d'aquests determinants la UE va bé i en quins flaqueja?

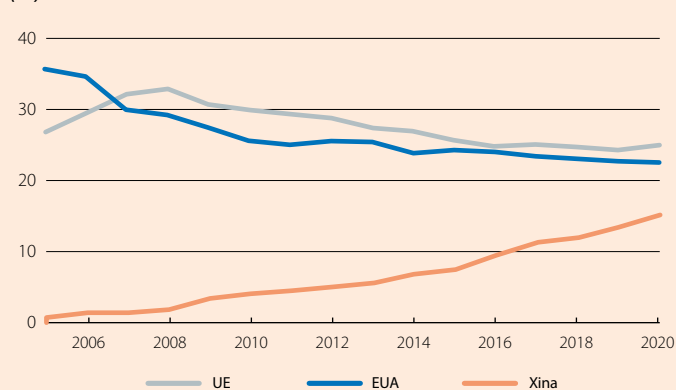
Per ordenar idees i per delimitar el debat, la Comissió Europea ha publicat una reveladora anàlisi que llança una mica de llum sobre aquest complex assumpte.¹ Hi identifica els nou grans pilars que determinen la competitivitat d'Europa i analitza la posició de l'economia europea en cadascun d'ells.

L'anàlisi mostra que la UE està progressant de forma adequada i que està en una posició relativament confortable en les següents tres dimensions: reducció de les barreres reguladores que dificulten un funcionament operatiu del mercat únic, energia i comerç internacional. El cas de l'energia és especialment destacat gràcies a la puixança de les energies renovables, les quals ja representen el 23% de la generació d'energia a la UE, amb la mirada posada en l'objectiu del 45% marcat per al 2030. Si observem el pes de la UE sobre el total global de patents relacionades amb les tecnologies verdes (vegeu el primer gràfic), mantenim el lideratge, malgrat la pèrdua de pes en els últims anys arran de l'eclosió de la Xina. El lideratge europeu es basa en la innovació relacionada amb l'energia eòlica, on la UE tenia el 62% del total de patents el 2020, mentre que, pel que fa a les patents en energia solar, la Xina ja havia arribat al nivell de la UE-27. Malgrat la valoració relativament positiva en el terreny energètic, no ens podem adormir sobre els llores: en un món en contínua transformació, la UE s'enfronta al repte hercúli d'electrificar de forma generalitzada la seva demanda d'energia, la qual cosa requerirà d'inversions elevades i la necessitat de reformular el disseny del mercat elèctric europeu per connectar els nous centres de producció d'energia neta amb els centres de consum. Pel que fa al comerç internacional, es posa en valor que la UE és el major exportador global (amb el 16% de les importacions de tots els països, lleugerament per damunt de la Xina i clarament per damunt dels EUA) i és especialment forta en serveis i en productes d'alta tecnologia.

Abans de passar a les quatre àrees on és imprescindible millorar, cal esmentar que hi ha dos pilars amb una valoració més neutra on l'economia europea mostra aparença de millora i que són un repte important que cal afrontar. Parlem, en concret, de les inversions públiques i de l'economia circular. En inversió pública, la posició de partida és que el programa Next Generation està sent positiu per mobilitzar inversions i que el nivell d'inversió pública a la UE (el 3,3% del PIB) és similar al dels EUA. De cara al futur, cal emfatitzar que, si es volen culminar amb èxit les transicions digital i energètica, serà fonamental la tasca d'acompanyament de la inversió pública a la privada. És un tema tant de quantitats com de qualitat del *mix* inversor perquè la digitalització i la descarbonització generin uns sectors econòmics europeus més puixants, i aquí el paper de la UE per coordinar i agilitzar les grans inversions transfrontereres i per vetllar perquè els sectors productius es transformin sense perdre competitivitat serà essencial. En economia circular, s'està progressant de manera gradual en un ús més eficient i sostenible de les primeres matèries i ens trobem a mig camí dels objectius marcats per al 2030.

Finalment, les quatre dimensions on hi ha més marge de millora són la digitalització, l'accés al capital privat, la recerca i innovació i el capital humà. Pel que fa a la digitalització, una simple dada és reveladora: el pes a nivell global de la UE al mercat de les tecnologies de la informació i les comunicacions (TIC) ha passat del 21,8% el 2013 a l'11,3% el 2022 (vegeu el segon gràfic), mentre que, als EUA, ha passat del 26,8% al 36,0% en el mateix període. Si analitzem el pes de la UE a nivell global en patents relacionades amb l'àmbit digital, va caure en 4 p. p. entre el 2015 i el 2020, fins al 21% del total, una senda descendent similar a la dels EUA. S'observa que, en les tecnologies de manufactures i en l'internet de les coses, la UE ha mantingut la seva fortalesa, però ha perdut pistonada a la indústria robòtica, a favor de la Xina. Finalment, l'ús de la intel·ligència artificial (IA), una tecnologia nova amb un potencial dis-

Quota sobre el total mundial de patents en tecnologies relacionades amb la transició verda (%)



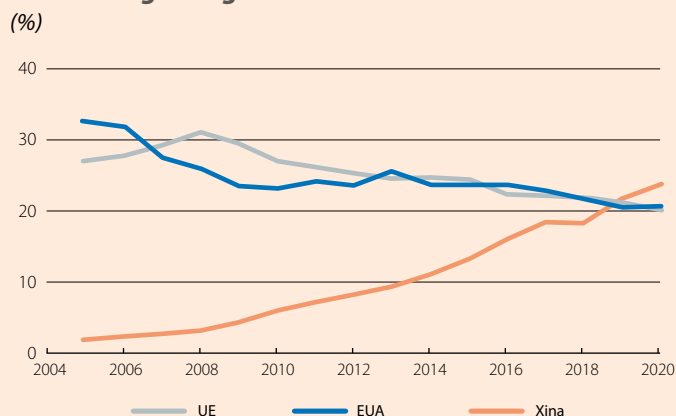
Font: Comissió Europea, «European Monitor of Industrial Ecosystems 2023».

1. Vegeu «The 2024 Annual Single Market and Competitiveness Report» de la Comissió Europea, publicat al febrer del 2024.

ruptiu enorme, tal com s'explica en el següent article del Dossier,² encara és baix: la utilitzen el 9% de les pimes europees i el 30% de les grans empreses.³ Per redreçar la situació en l'àmbit digital, al seu informe sobre el mercat únic, Enrico Letta⁴ proposa establir un mercat únic per a les telecomunicacions que permeti el sorgiment d'operadors paneuropeus i un marc regulador comú per potenciar tecnologies com el 5G i per reduir la dependència europea de serveis digitals de tercers països.

Pel que fa a l'accés al capital privat,⁵ és un taló d'Aquil·les del mercat comunitari, una mancança que no ens podem permetre si volem que la inversió privada s'enlairi. En aquest sentit, la Comissió emfatitza que la dimensió i la capillaritat dels mercats de capitals de la UE són clarament insuficients per donar suport al creixement a mitjà termini. Sense anar més lluny, la capitalització del mercat borsari de la UE és, en percentatge del PIB, menys de la meitat de la nord-americana, malgrat el major nivell d'estalvi a Europa. I el capital de risc, que permet prosperar les empreses innovadores amb limitacions d'accés al finançament extern, és del 0,09% del PIB, percentatge molt baix en relació amb el 0,75% dels EUA o amb el 0,58% de la Xina. Al seu informe sobre el mercat únic, Enrico Letta també ha alçat la veu d'alarma sobre la falta d'un mercat de capitals a Europa i ha posat sobre la taula propostes audaces, com llançar a nivell europeu un producte financer d'estalvi a llarg termini per estimular les inversions minoristes i crear un actiu lliure de risc europeu per assegurar l'estabilitat i l'homogeneïtat del mercat financer comunitari.

Quota sobre el total mundial de patents en tecnologies digitals

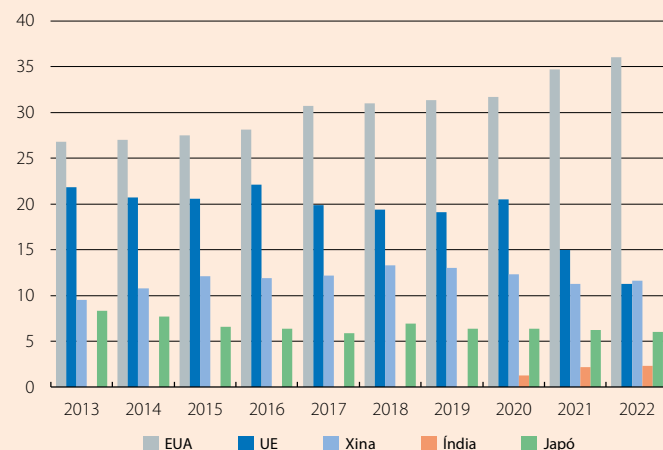


Font: Comissió Europea, «European Monitor of Industrial Ecosystems 2023».

En definitiva, la UE s'enfronta a un triple desafiament: (i) com incorporar de manera reeixida les noves tecnologies, amb un esment especial a la IA, per augmentar el seu creixement potencial i, al mateix temps, per mitigar les disruptcions al mercat laboral i evitar, així, l'auge del neoludisme; (ii) com potenciar la inversió i com millorar la productivitat en un context d'elevada heterogeneïtat entre països i d'elevades necessitats d'inversió,⁸ i (iii) com aconseguir una veritable integració dels seus mercats de capitals que permeti finançar aquestes inversions. Aquests són, precisament, els temes que es tracten en profunditat als tres articles següents del Dossier. Passin i lleixin!

Javier Garcia-Arenas

Quotes de mercat en tecnologies TIC (% del total)



Font: Information and Communication Technology Statistics and Facts (market.us).

Finalment, dos breus comentaris sobre innovació i capital humà. La inversió total (pública i privada) en innovació a la UE és del 2,2% del PIB, molt per sota de la dels EUA (el 3,4%) i amb una elevada heterogeneïtat per regions, que en dificulta la difusió per tot el continent. Aquí, la UE pot impulsar polítiques i instruments per potenciar sinergies entre sectors empresarials i entre institucions acadèmiques per a una millor difusió de la innovació i per fer costat a les *start-ups* i a les *scale-ups*.⁶

En capital humà, la reculada educativa generalitzada dels països europeus a l'informe PISA ha provocat suors fredes plenament justificades. El moment és delicat, ja que no sabem com evolucionaran les necessitats educatives davant els accelerats i continus canvis en la tecnologia. La formació contínua és clau, però, en l'actualitat, només 1 de cada 3 adults a la UE participa en activitats de formació cada any. Els problemes per atreure personal qualificat plenament preparat en competències digitals i verdes (les anomenades merles blanques) estan a l'ordre del dia, i la baixa mobilitat laboral a Europa no ajuda.⁷

2. Vegeu l'article «[Intel·ligència artificial: reptes i oportunitats per a Europa](#)», en aquest mateix Dossier, per a una anàlisi en profunditat.

3. Dades del Digital Decade Report (2023) de la Comissió Europea amb dades del 2022. Aquests percentatges d'adopció podrien semblar una mica superiors a les taxes d'adopció als EUA. Segons la National Science Foundation, el 2022, el 25% de les grans empreses i el 4% de les pimes nord-americanes havien adoptat la IA.

4. Vegeu Letta, E. (2024), «Much more than a market: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens», Comissió Europea.

5. Vegeu l'article «[Per què Europa necessita una Unió del Mercat de Capitals?](#)», en aquest mateix Dossier, per a una anàlisi en profunditat.

6. Empreses que han crescut durant tres anys consecutius a un ritme superior al 20% en facturació i en nombre de llocs de treball.

7. Només el 3,8% dels treballadors nascuts a la UE treballen en una economia europea que no sigui la del seu lloc d'origen i només el 17% dels ciutadans de la UE han viscut o han treballat en algun moment de la seva vida en un país diferent del seu.

8. Vegeu l'article «[El creixement de la productivitat a Europa: baix, desigual i en desacceleració](#)», en aquest mateix Dossier.

Intel·ligència artificial: reptes i oportunitats per a Europa

Què és la intel·ligència artificial generativa i per què és important per a la productivitat?

La intel·ligència artificial generativa (IA) és una de les tecnologies més disruptives i prometedores del nostre temps. La seva capacitat per crear, per imitar i per millorar continguts de tota mena la converteix en una tecnologia d'utilitat general (*general purpose technology*, GPT) amb un potencial de transformació econòmica i social comparable al de l'electricitat o al de la informàtica. En aquest article tractem el seu impacte potencial i com utilitzar-la de la millor forma possible, un repte majúscul per a Europa i per al món sencer.

La capacitat transformadora d'una GPT deriva del seu caràcter transversal i per afectar un nombre ampli de tasques en molts sectors i activitats, pel seu potencial de creixement continu i per facilitar el desenvolupament d'altres tecnologies i processos. La IA, a més a més, té la particularitat de ser una GPT molt accessible i adaptable, ja que no requereix de grans coneixements per al seu ús i la infraestructura que precisa ja existeix (si més no als països desenvolupats). Així, malgrat que, a l'Europa preXatGPT, només el 10% de les empreses utilitzaven IA, és d'esperar que aquest percentatge augmenti de forma molt substancial en els propers anys (l'objectiu és arribar al 75% el 2030, segons l'Estratègia Digital Europea). Això implica que l'impacte de la IA sobre la productivitat es pot materialitzar en un termini molt més curt que l'experimentat en ocasions anteriors, és a dir, en anys, en lloc de dècades.

Ara com ara, què sabem sobre l'impacte de la IA? Els primers estudis empírics disponibles tenen un espectre microeconòmic i fan referència a feines concretes, però ja mostren que la IA té un potencial molt elevat per augmentar la productivitat del treballador. Per exemple, en un experiment controlat, es desprèn que el temps dedicat a fer una tasca que exigeix redactar un text disminueix al voltant del 40% en els treballadors que van utilitzar XatGPT.¹ També s'ha estimat que la productivitat d'un centre d'atenció al client (*contact center*), mesurada pel nombre de problemes resolts per hora, va augmentar el 14% gràcies a l'impacte de la IA sobre els treballadors amb menys experiència, tot i que l'impacte no va ser significatiu sobre els treballadors més experimentats.² Un element que emergeix d'aquests estudis és, doncs, que les millores de productivitat són majors per als treballadors que parteixen d'un nivell de productivitat més baix, perquè la IA en potencia les habilitats i els permet transitar més ràpidament per la corba d'aprenentatge.

IA i mercat laboral: impacte, experiències passades i marc institucional

Més enllà d'aquests primers resultats, l'impacte de la IA sobre el mercat laboral encara és incert. D'una banda, cal tenir en compte l'efecte sobre les feines existents en l'actualitat, que, en cada cas, dependrà (i) del grau de solapament entre les capacitats de les aplicacions d'IA i les tasques que realitza el treballador i (ii) del grau de protecció del lloc de treball (per qüestions tècniques, legals, ètiques, etc.). Així, es poden distingir tres tipus de feines:

1. Alta exposició, alta protecció. El potencial tècnic de la IA és elevat, però també ho és el grau de protecció del lloc de treball. En aquests casos, la IA tendirà a augmentar les capacitats dels treballadors. Exemples: jutges, metges, etc.
2. Alta exposició, baixa protecció. Elevat potencial tècnic de la IA i baix nivell de protecció. En aquests casos, malgrat que la IA pot augmentar les capacitats dels treballadors, també els pot arribar a substituir. Exemple: teleoperadors.
3. Baixa exposició, baix potencial tècnic de la IA. Aquestes feines no es veurien afectades per la IA de manera generalitzada. Exemples: artistes i treballadors del món de l'espectacle.

Segons un estudi de l'FMI,³ a les economies avançades, entre les quals s'inclouen, lògicament, les economies europees, les primeres dues categories representen el 60% de l'ocupació actual, repartides en parts aproximadament iguals. Aquest percentatge és inferior a les economies emergents, on representa menys del 40%. A causa de la transversalitat de la IA, s'estima que les feines potencialment substituïbles són tant qualificades com no qualificades i afecten treballadors de tots els nivells d'ingressos. En canvi, les feines amb una substituïbilitat baixa tendeixen a concentrar-se en nivells de renda alts.

1. Vegeu Noy, S. i Zhang, W. (2023), «Experimental evidence on the productivity effects of generative artificial intelligence», SSRN, 4375283.

2. Vegeu Brynjolfsson, E., Danielle Li i Lindsey R. Raymond (2023), «Generative AI at work», NBER Working Paper, 31161.

3. Vegeu FMI (2024), «Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work».

En qualsevol cas, és difícil anticipar de manera precisa quin pot ser l'efecte sobre l'ocupació en una feina determinada. En les ocupacions d'alta exposició a la IA i alta protecció, l'increment de la productivitat d'aquests treballadors disminuiria el nombre d'empleats necessari per a un determinat nivell de producció. Però, si la demanda dels béns o dels serveis produïts per aquesta mena de treballadors augmenta prou, el nombre d'ocupats en aquestes categories pot augmentar (la demanda hauria de pujar, perquè el cost d'aquests béns i serveis cauria gràcies a l'augment de la productivitat). Per exemple, augmentarà el nombre de cirurgians si es tornen més productius amb la IA? No seria necessari per fer el mateix nombre d'intervencions, però segur que augmentaria la demanda d'intervencions (algunes que ara estan en llista d'espera, per demanda insatisfeta perquè en l'actualitat són massa cares, com les estètiques; algunes perquè els avanços de la IA permetran que més patologies siguin «operables», etc.). En funció de l'efecte que domini, hi haurà un descens o un augment del nombre de cirurgians.

Els mateixos efectes, malgrat que amb una intensitat diferent, estan en joc en les feines d'alta exposició i baixa protecció. Es reduirà el nombre d'empleats als *contact centers* d'atenció al client? Tot i que, en principi, es podria intuir que sí, si una bona part d'aquesta feina la pot fer la IA, algunes empreses també poden optar per contractar més persones per dur a terme aquestes tasques, ja que poden ser molt més productives amb l'ajuda de la IA. Al capdavall, dependrà de si l'empresa utilitza la IA bàsicament per substituir el que feia un humà o si la utilitza per ampliar i per millorar el servei. En aquest segon cas, podria fins i tot arribar a augmentar el nombre de treballadors que ofereixen atenció al client de manera remota.

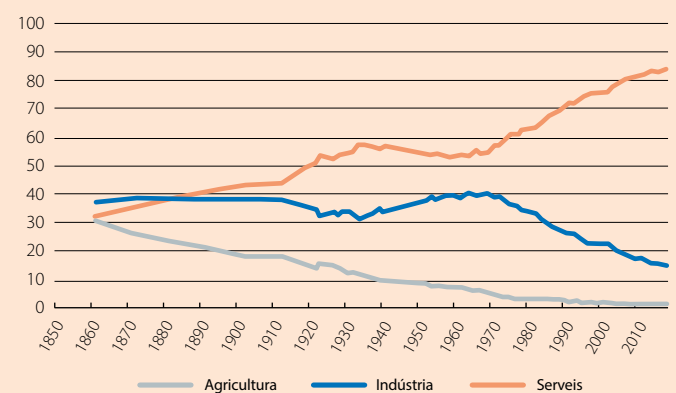
A més a més, cal tenir en compte les noves feines que sorgiran gràcies a la IA, com ara enginyer de *prompts*, auditor d'algorismes, experts en normativa legal o ètica de la IA, etc.

En última instància, l'impacte agregat de la IA dependrà (i) del balanç entre llocs de treball complementats i substituïts per la IA; (ii) dels guanys de productivitat agregats, que impulsaran els nivells de renda i que, de retruc, comportaran un increment generalitzat de la demanda de béns i de serveis que requeriran treballadors, i (iii) de les noves feines que sorgeixin gràcies a la IA, ja sigui directament o per l'aparició de nous productes, serveis o models de negoci.

Malgrat que aquest cop pot ser diferent, l'impacte que, en el passat, han tingut sobre el mercat laboral els processos de canvi tecnològic disruptius, com ho van ser la Revolució Industrial al segle XIX o la introducció dels ordinadors fa 40 anys, pot oferir algunes pistes. Així, malgrat el ràpid canvi tecnològic dels 150 últims anys, la taxa d'ocupació no ha canviat de manera significativa a les economies desenvolupades. En general, l'ocupació s'ha mogut dels sectors més automatitzats a nous sectors creats per la tecnologia i a sectors menys automatitzats. Durant la Revolució Industrial, per exemple, es va destruir molta ocupació a l'agricultura, però se'n va crear molta a la indústria, tal com ho recull el gràfic. Una de les ensenyances més potents que ens deixen els processos de canvi tecnològic és que la disseminació per tota la societat de les oportunitats que genera el progrés tècnic depèn de les institucions. Si són flexibles i dinàmiques, facilitaran l'aparició de nous sectors i de noves feines que treguin el màxim profit de la nova tecnologia i que alleugin els efectes negatius sobre les feines més exposades.

Els reptes per a la política econòmica i per a les institucions en general són majúsculs i engloben àmbits que van des de l'educació (quin tipus de formació necessitem per preparar-nos per a l'era de la IA?) fins a la desigualtat (com podem protegir els segments de la població que pateixen els efectes negatius de la IA sobre els nivells de remuneració i sobre l'ocupació?), passant per la competència i per la innovació (la IA ofereix oportunitats per a la innovació, però comporta riscos, com la concentració de mercat). No hi ha dubte que les polítiques públiques europees hauran d'impulsar, com a mínim, l'adaptació del sistema educatiu a la IA; hauran de gestionar els costos derivats de la possible destrucció de llocs de treball, mitjançant polítiques actives d'ocupació; hauran d'assegurar l'«autonomia estratègica» europea en infraestructures que donin suport al desenvolupament de la IA, i hauran de desenvolupar un marc normatiu que ofereixi seguretat jurídica en aquest àmbit.

Proporció de treballadors per sector: el Regne Unit (%)



Font: J. Pijoan-Mas (2017). «Cambio tecnológico y el futuro del empleo».

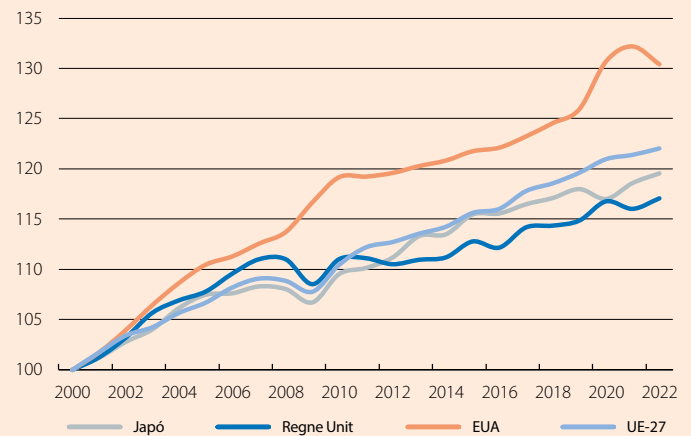
El creixement de la productivitat a Europa: baix, desigual i en desacceleració

Augmentar el creixement de la productivitat és un dels principals reptes que Europa té per davant. Com assenyalava l'article introductor d'aquest Dossier, «Moment Europa: és hora de reforçar la nostra competitivitat», és urgent actualitzar el teixit productiu del Vell Continent. El ràpid canvi tecnològic ho permet. A més a més, el context global, cada vegada més competitiu i amb una desconfiança creixent cap a les institucions multilaterals, ho fa imprescindible.

La productivitat ha crescut de forma sostinguda a la UE durant les dues últimes dècades. El creixement anual mitjà del PIB per hora treballada¹ entre els anys 2000 i 2022 s'ha situat en l'1,2%, i només s'observa una taxa de creixement negativa en els anys 2008 i 2009, en plena crisi financera global. Així, el 2022, la productivitat era el 26,6% superior a la de l'any 2000.

Evolució de la productivitat

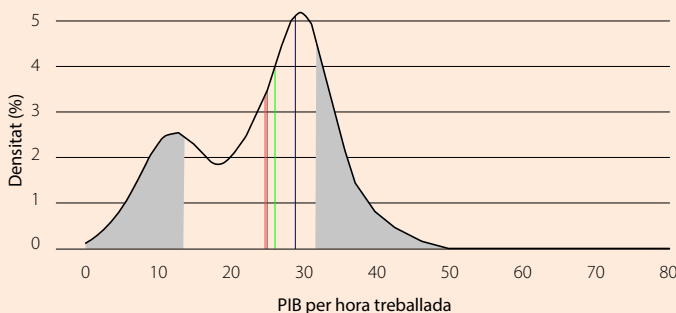
Índex (100 = 2000)



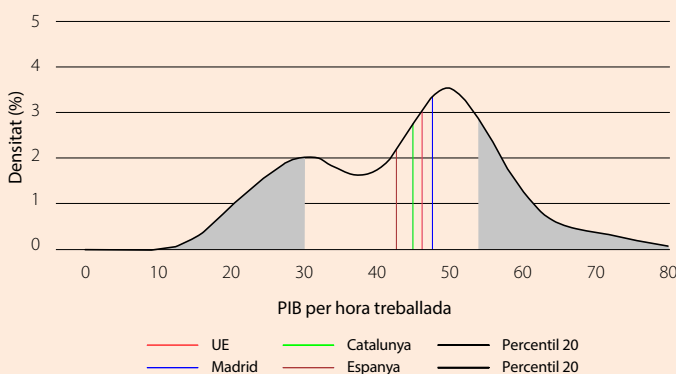
Nota: PIB en termes reals per hora treballada.

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

Distribució de la productivitat a les diferents regions europees l'any 2000



Distribució de la productivitat a les diferents regions europees l'any 2022



Notes: El gràfic mostra la probabilitat d'observar una regió (eix vertical) amb un determinat nivell de productivitat (eix horitzontal). Per exemple, la probabilitat d'observar una regió amb una productivitat de 20 era del 2% l'any 2000. S'ha estimat una distribució contínua de la probabilitat. PIB mesurat per PPP per hora treballada. Dades per a totes les regions NUTS 2 de la UE, llevat d'Irlanda, Luxemburg, Malta, Xipre, Croàcia, les regions franceses d'ultramar, les Açores, Madeira, Ceuta i Melilla.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Annual Regional Database of the European Commission (ARDECO).

De tota manera, cal apuntar que el ritme al qual creix la productivitat s'ha reduït en els últims anys. Al conjunt de la UE, la productivitat va créixer l'1,9% anual de mitjana entre els anys 2000 i 2006. En canvi, a partir de la crisi financera, el ritme de creixement es va reduir de manera notable. Entre el 2007 i el 2022, el creixement anual mitjà s'ha situat en el 0,9%. El descens del creixement de la productivitat és un fenomen generalitzat a les principals economies desenvolupades. Als EUA, ha passat de créixer el 2,4% a l'1,3%; al Regne Unit, de l'1,8% al 0,4%, i, al Japó, de l'1,5% al 0,8%.

Aquestes xifres també posen de manifest un altre element: el creixement de la productivitat a la UE ha estat inferior al de l'economia nord-americana durant les últimes dècades. La diferència pot semblar petita: només 0,4 p. p. de mitjana per sota entre els anys 2000 i 2022. No obstant això, com el diferencial es manté durant molts anys, les implicacions acaben sent importants: la distància entre la productivitat de l'economia europea i la dels EUA ha augmentat el 8,4% des de l'any 2000.

Desgranar la situació de la productivitat a les diferents regions europees ajuda a entendre les xifres que presenta el conjunt de la UE. Com s'observa al segon gràfic, la distribució de la productivitat es concentra en dos punts diferents. Hi ha un primer grup de regions que presenta un nivell de productivitat relativament baix i un segon grup de regions que presenta

1. Per calcular la taxa de creixement de la productivitat, s'utilitza el PIB a preus constants del 2015 per hora treballada per eliminar l'efecte de la inflació i per obtenir una mesura del creixement de la productivitat en termes reals.

un nivell més alt. El pic del primer grup se situa prop del primer quintil de la distribució, que l'any 2000 es trobava en un nivell de PIB per hora treballada de 13,6 euros. El pic del segon grup es correspon, també de manera pròxima, amb el percentil 80 de la distribució, amb un PIB per hora treballada de 31,4 euros. Entre els dos grups es troben totes les regions espanyoles.²

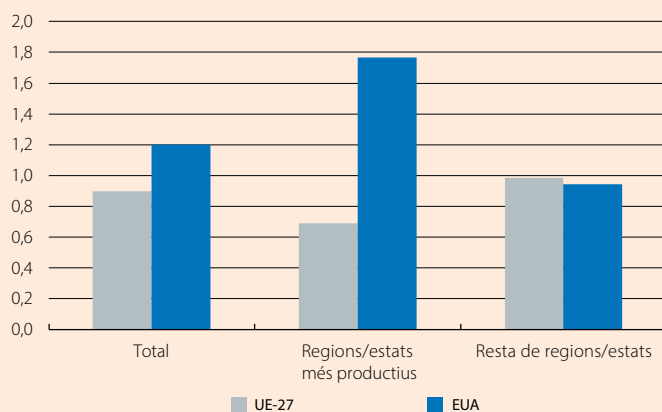
En les últimes dècades, el creixement de les regions amb un nivell de productivitat inferior no ha estat prou gran perquè la distància entre les unes i les altres es redueixi en termes absoluts, molt al contrari. La distància entre el primer grup de regions, les menys productives, i el grup format per les regions més productives ha augmentat en les dues últimes dècades. En concret, el primer quintil va augmentar fins als 30,1 euros l'any 2022, i el percentil 80 es va situar en els 53,8. Així, la distància entre les dues muntanyes s'ha ampliat en 5,9 euros, o el 33,4%.³

El cinturó que arrenca a Dinamarca, els Països Baixos i Bèlgica i baixa per Alemanya fins a arribar a Àustria és el que s'ha reforçat més en els últims anys (vegeu el tercer gràfic). Aquest conjunt de països concentra el 82% de les regions que se situen en el rang més alt de productivitat l'any 2022, mentre que l'any 2000 aquesta xifra se situava en el 75%. Vist d'una altra manera, el 48% de les regions d'aquests països se situaven l'any 2022 en el top 20 de les regions més productives, mentre que, l'any 2000, «només» eren el 43%.

En canvi, moltes de les regions franceses i italianes han perdut dinamisme en els últims anys. L'any 2000, Itàlia tenia cinc regions al grup de productivitat més alta, mentre que, l'any 2022, ja no-

Productivitat a la UE-27 i als EUA

Creixement anual mitjana entre el 2007 i el 2022 (%)



Notes: Productivitat fa referència al PIB en termes reals per hora treballada. El creixement de la productivitat de les regions europees i dels estats dels EUA més productius fa referència al quintil de regions/estats més productius.

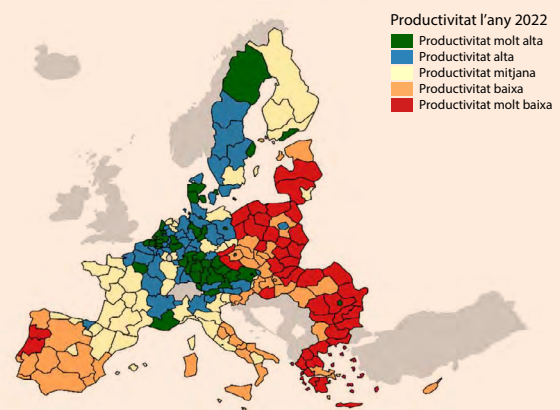
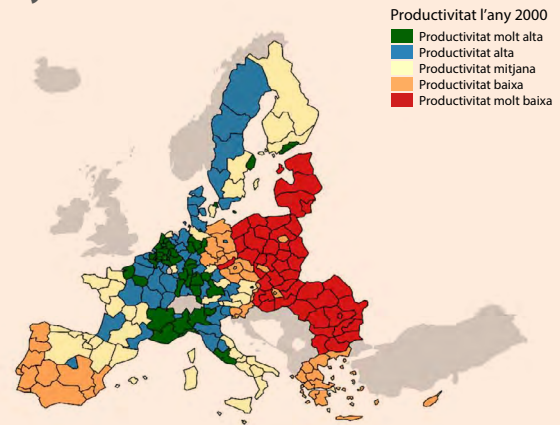
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (ARDECO) i de l'US Bureau of Labor Statistics.

2. Per a una anàlisi més detallada, vegeu «Evolució de la productivitat a Europa: una mirada regional», a www.cerclideanomia.com.

3. La distància entre el percentil 80 i el percentil 20 s'ha ampliat entre els anys 2000 i 2022, tant si s'analiza l'evolució de la distribució del PIB per hora treballada en termes reals com ajustat per PPP.

4. El quintil d'estats més productius dels EUA, entre els quals es troben Califòrnia, Nova York i Massachusetts, representa el 31% del PIB nord-americà. El quintil de regions europees més productives representa el 29% del PIB d'Europa.

Distribució de la productivitat per regions els anys 2000 i 2022



Nota: PIB mesurat en PPP per hora treballada. La classificació del nivell de productivitat està feta a partir de quintils, dividint la distribució de la productivitat en cinc grups de la mateixa dimensió, incloent a cada grup el 20% de la mostra total de regions en ordre ascendent, de manera que el primer grup conté el 20% de les regions amb un nivell de productivitat més baix, el següent grup conté el 20% de les regions amb una productivitat més alta que el grup anterior, i així successivament fins a separar les regions europees en cinc grups de la mateixa dimensió, on cada grup denota un «graó» en la distribució de la productivitat.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (ARDECO).

més en tenia una, la província autònoma de Bozen, i les regions del sud del país han passat a un nivell de productivitat baixa. A França, ja només li queden dues regions amb un nivell de productivitat molt alta, i el nombre de regions al rang de productivitat alta s'ha reduït.

De tota manera, el creixement de la productivitat de les regions europees més productives ha estat modest si el comparem amb la millora que han experimentat els estats més productius dels EUA.⁴ Com es pot observar al quart gràfic, la diferència és important: entre els anys 2007 i 2022, de mitjana, el creixement ha estat 1,1 p. p. superior. En canvi, el creixement de la productivitat dels EUA sense aquestes regions és força similar al de la resta de les regions europees.

Pel que fa a les regions espanyoles, l'any 2000, la majoria es van situar en la part mitjana de la distribució (al tercer quintil de la distribució de productivitat), en concret el 58,82%, mentre que Madrid es trobava en el nivell de productivitat alt i la resta es trobava en el nivell de productivitat baix. En general, les regions de la meitat nord es trobaven al grup de productivitat mitjana, mentre que les de la meitat sud es trobaven al grup de productivitat baixa. Entre els anys 2000 i 2022, hi ha tres regions que han passat al nivell de productivitat baix, de manera que la majoria de les regions passen a estar en aquest grup, en concret el 52,9%. La Comunitat de Madrid passa al grup de productivitat mitjana, i el País Basc és l'única regió que puja de nivell i ascendeix al grup de productivitat alta.

A la part baixa de la distribució destaca l'enfonsament de les regions de Grècia, que passen a situar-se a la cua de la distribució de la productivitat europea. El 78,6% de les regions que baixen del quintil 2 a l'1 són gregues. En canvi, totes les regions que pugen del quintil 1 al 2 corresponen a diferents països de l'est d'Europa.

Oriol Aspachs i Erik Solé

Per què Europa necessita una Unió del Mercat de Capitals?

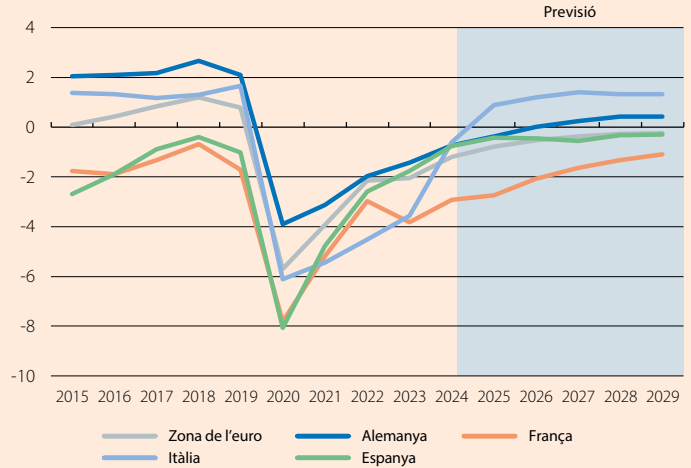
Europa s'enfronta no solament a una conjuntura econòmica exigent, sinó també a un trident de desafiaments de fons: la descarbonització de l'economia, la redinamització de la productivitat i el desenvolupament tecnològic, i la creixent fragmentació geopolítica al món. Aquests reptes difícilment es podran afrontar, d'una banda, sense una notable mobilització d'inversions i de finançament i, de l'altra, sense reforçar el paper internacional de l'euro. I això és precisament el que persegueix la Unió del Mercat de Capitals (UMC).

Europa es queda enrere?

Segons diferents estimacions, per afrontar aquests desafiaments de fons, caldrà que Europa mobilitzi entre 0,5 i 1 bilion d'euros per any d'aquí al 2030.¹ Aquestes necessitats d'inversió addicionals, que equivalen al PIB anual de països com Àustria o els Països Baixos, emergeixen en un context en què la política fiscal té menys marge, llastada per unes ràtios de deute públic elevades, amb pressions de fons sobre la despesa pública (per exemple, l'envelliment poblacional) i amb la necessitat i la perspectiva d'una correcció gradual dels dèficits pressupostaris (vegeu el primer gràfic). En canvi, hi ha una important borsa d'estalvi privat que no està mobilitzada, i, a efectes europeus, és de vital importància desenvolupar un mercat comú de capital potent,² és a dir, un mercat en què l'estalvi i la inversió flueixin entre tots els països de la UE a través de bons, d'accions i d'altres actius financers.

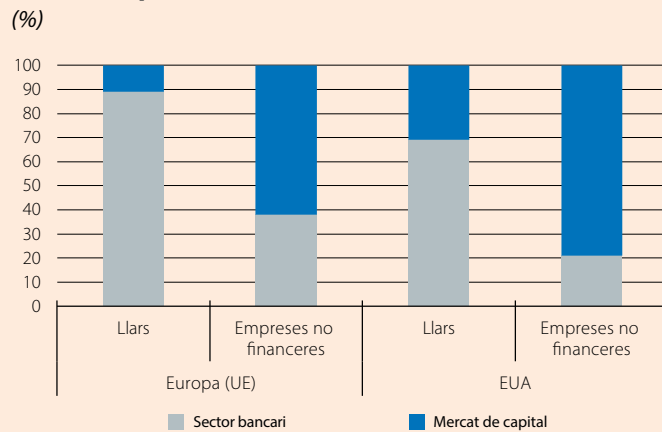
Zona de l'euro: saldo fiscal primari

(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades i de previsions de l'FMI (WEO de l'abril del 2024).

Fonts de finançament de les famílies i de les empreses el 2022



Font: DG Trésor (2024), «Developing European capital markets to finance the future: Proposals for a Savings and Investments Union», Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.

No obstant això, hi ha consens en què el mercat de capital europeu està infradesenvolupat (vegeu el segon gràfic). Això es veu en una llarga llista de casos que, si es llegeixen en positiu, ens indiquen el potencial de mobilitzar recursos que comportaria una unió efectiva del mercat de capitals. Per exemple, mentre que la UE pesa gairebé el 20% del PIB mundial, els seus mercats borsaris amb prou feines representen el 10% de la capitalització global, i, dins el sector tecnològic, només hi ha dues empreses europees al top 20 de major capitalització. És més, la liquiditat de les borses europees és inferior a la d'altres regions (els EUA), en especial per a empreses *small-cap* (més joves i amb potencial de creixement). Per a l'emergència d'empreses tecnològiques també és necessari un mercat de capital de risc desenvolupat,³ que, a Europa, és massa petit (la dimensió dels mercats de capital de risc euro-

1. Demertzis, M., D. Pinkus i N. Ruer (2024), «Accelerating strategic investment in the European Union beyond 2026», Report 01/2024, Bruegel, i DG Trésor (2024), «Developing European capital markets to finance the future: Proposals for a Savings and Investment Union», Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique. Aquestes xifres inclouen inversions per descarbonitzar tots els sectors econòmics, per transformar la indústria energètica, per abordar diferents reptes ambientals, per desenvolupar tecnologies digitals clau (comunicacions, IA, semiconductors, etc.) i per reforçar les cadenes de subministrament relacionades amb la indústria de la defensa.

2. Enrico Letta parla de més de 30 bilions d'euros, emmagatzemats, en gran part, en efectiu i en dipòsits. A més a més, estima que prop de 300.000 milions d'estalvi de les famílies europees surten cada any des d'Europa cap a l'estranger (primordialment, els EUA). Letta, E. (2024), «Much More Than a Market», Report to the European Council.

3. La innovació presenta projectes amb risc elevat, amb retorns incerts i amb pocs actius tangibles en què basar-se. La indústria del capital de risc s'ha especialitzat en el finançament de la innovació, detectant i acompanyant el naixement d'empreses tecnològiques amb un potencial elevat gràcies al seu sistema de governança, amb finançament en etapes i participació activa en les empreses. Vegeu Lerner, J. i Nanda, R. (2020), «Venture capital's role in financing innovation: What we know and how much we still need to learn», Journal of Economic Perspectives, 34(3), 237-261.

peus és amb prou feines el 20% de la dels EUA) i està fragmentat (les carteres tenen un important biaix nacional). Així mateix, els mercats de bons públics i privats europeus també són relativament petits (el 130% del PIB a la UE vs. el 200% als EUA). Tot això afecta el cost de finançament de les empreses europees i la seva capacitat d'expansió, fins al punt de veure com *start-ups* nascudes a Europa han acabat emigrant cap als EUA a la recerca de fons.⁴ De la mateixa manera, el sector financer europeu ha anat perdent quota en relació amb els seus homòlegs nord-americans, tant en la gestió d'actius com en banca d'inversió i corporativa.⁵

Antecedents, situació i perspectives de la UMC

El projecte de la UMC va néixer fa una dècada arran d'una combinació de consideracions, des de l'estabilitat financera (per exemple, reduir la fragmentació dels mercats europeus, augmentar la capacitat d'absorbir xocs econòmics o diversificar les fonts de finançament de les empreses) fins a la justícia social (garantir que tots els ciutadans de la UE tinguin el mateix accés als mercats de capital), passant per l'eficiència econòmica i pel finançament de la innovació i de la inversió. No obstant això, i com ja hem vist, l'ambició inicial no ha acabat de comportar un desenvolupament significatiu del mercat de capital europeu ni una transformació efectiva de les polítiques.

De fet, en 10 anys, els avanços han estat més incrementals que de transformació estructural,⁶ com ho il·lustra el fet que, entre les fites assolides, destaquin l'anomenat «punt d'accés únic» (una facilitat que centralitza i dona accés a informació financera de domini públic d'empreses i de productes d'inversió europeus, el marc legislatiu de la qual es va oficialitzar al desembre del 2023, però que encara trigarà anys a desenvolupar-se), els «fons europeus d'inversió a llarg termini» (ELTIF, vehicles per canalitzar capital privat cap a la inversió en infraestructures i altres projectes i cap a empreses a llarg termini, que la UE ha intentat estimular sense aconseguir, de moment, gaire capital) o una revisió de les normes de negociació per millorar la transparència informativa als mercats d'instruments financers (reglament MiFIR i directiva MiFID).

A l'avantsala de les eleccions europees del juny, que obriran una nova legislatura en l'horitzó 2024-2029, s'han alçat diferents veus per reimpulsar la UMC. Al març, tant l'Eurogrup com el BCE van llançar manifestos per desenvolupar la UMC amb una agenda de mesures concretes relacionades amb el desenvolupament dels mercats (per exemple, la securització d'actius), amb la supervisió i la regulació (defensant un paper directe de les agències de supervisió europees i una reducció de la càrrega reguladora) o amb l'harmonització europea de normatives i de marcs nacionals (insolvència, comptabilitat, emissió de deute, gestió del col·lateral, mercats de valors, etc.), entre altres iniciatives.

La UMC se suma a altres projectes d'integració econòmica europea que continuen sense completar-se, com la Unió Bancària, atès que continua encallada la negociació sobre el sistema europeu de garantia de dipòsits (l'anomenat EDIS),⁷ i la reforma del MEDE acordada el 2021, però que encara no és efectiva.⁸ La dificultat de totes aquestes iniciatives és que, quan la integració que es persegueix és ambiciosa (ja sigui per una garantia de dipòsits europea o per l'harmonització dels marcs d'insolvència i comptabilitat), es fa necessari superar un xoc entre jurisdiccions nacionals i autoritats paneuropees. Això requereix capital polític i/o un entorn que apressi el canvi. I aquí es troba una de les dificultats intrínseques de les transformacions de fons: les transicions verda i digital i la fragmentació geopolítica són reptes formidables, però, a curt termini, no fan sentir la seva severitat amb la mateixa intensitat que altres crisis, més conjunturals, en què l'amenaça per a la supervivència d'Europa és tan palpable que s'aconsegueix vèncer la inèrcia i les resistències al canvi. L'interrogant és, doncs, quant capital polític serà capaç d'aconseguir la legislatura europea 2024-2029.

CaixaBank Research

4. El Fons Europeu d'Inversions parla de «fugida tecnològica». Vegeu <https://www.eif.org/etci/scale-up-financing-gap/index.htm>.

5. DG Trésor (2024) citat a la nota 1.

6. Veron, N. (2024), «Capital Markets Union: Ten Years Later», In-depth analysis, PE 747.839, requested by the ECON Committee (Parlament Europeu).

7. L'EDIS protegiria els dipòsits bancaris dels ciutadans de la zona de l'euro amb independència del país europeu on estiguin i ho faria de manera més uniforme que el sistema actual d'assegurança de dipòsits nacional. Així, ajudaria a afegir el vincle nacional entre sector públic i sistema financer (l'anomenat *doom loop*, que amplifica i endureix les recessions econòmiques), contribuiria a una millor absorció de les pertorbacions econòmiques i milloraria l'efectivitat de totes les polítiques econòmiques.

8. Està pendent la seva ratificació pel Parlament d'Itàlia. La reforma del MEDE enforteix els mecanismes d'estabilitat financera de la UE, ja que reforça el seu paper de *backstop* davant resolucions bancàries, facilita l'accés a les seves línies de crèdit i se li assigna un major paper en programes de suport a països (de manera que s'alleuja la càrrega de la *troika* [BCE, FMI i Comissió Europea]).

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

Et recomanem:

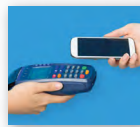
Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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



Monitor de consum

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



Flash de divises

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



Observatori Sectorial

Informe 360° sobre la situació i les perspectives dels sectors d'activitat a Espanya. Aprofundim en les dinàmiques subjacents de l'evolució macroeconòmica, tot oferint una visió transversal del comportament dels sectors d'activitat al llarg del temps.



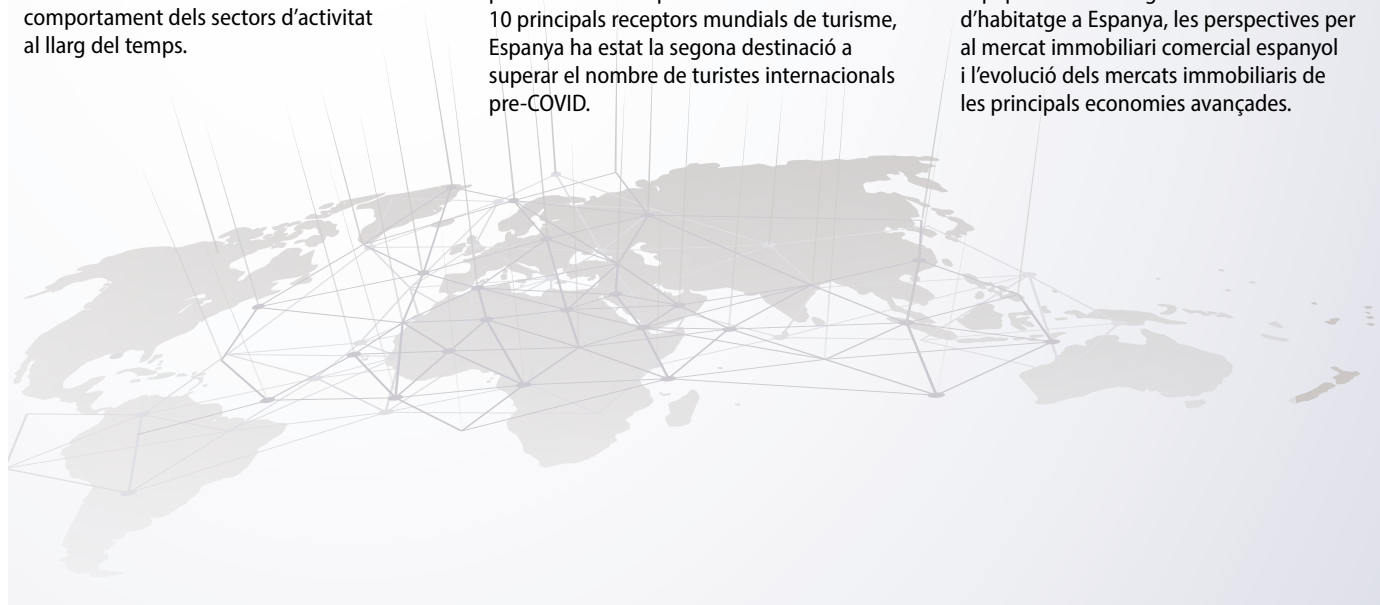
Informe Sectorial de Turisme 1S 2024

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 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.



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

