

IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 495 | DESEMBRE 2024



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS

El BCE davant les reverberacions del Trump trade

Compte amb el que desitges (i amb l'economia del teu veí): Trump i el dòlar

ECONOMIA INTERNACIONAL

Exposició de les economies europea i xinesa a un augment d'aranzels als EUA

ECONOMIA ESPANYOLA

Impacte econòmic de les inundacions a la província de València

La sequera a Catalunya ha modificat la despesa en aigua de les llars?

La rellevància dels intercanvis comercials de béns entre Espanya i els EUA

DOSSIER: ESPANYA DAVANT EL MIRALL: EVOLUCIÓ DE LA DESIGUALTAT I DE LA CLASSE MITJANA

Com es defineix i com es mesura la desigualtat?

Desigualtat: llums llargs i llums curts

La desigualtat d'ingressos es redueix a Espanya

Com ha evolucionat la classe mitjana a Espanya?

INFORME MENSUAL

Desembre 2024

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

Adrià Morron Salmeron i**Nuria Bustamante**

Coordinadors de l'*Informe Mensual*

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:

5 de desembre de 2024

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

9 *El BCE davant les reverberacions del Trump trade*

11 *Compte amb el que desitges (i amb l'economia del teu veí): Trump i el dòlar*

David del Val

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

16 *Exposició de l'economia xinesa a un augment d'aranzels als EUA*
Luís Pinheiro de Matos

19 *Exposició de l'economia europea a un augment d'aranzels als EUA*
David Martínez

24 ECONOMIA ESPANYOLA

26 *Impacte econòmic de les inundacions a la província de València*
Eduard Alcobé, Zoel Martín i Judit Montoriol

29 *La sequera a Catalunya ha modificat la despesa en aigua de les llars?*
Zoel Martín Vilató i Josep Mestres Domènech

31 *La rellevància dels intercanvis comercials de béns entre Espanya i els EUA*
Sergio Díaz Valverde

34 *Impacte de la pujada d'aranzels sobre les exportacions espanyoles als EUA: quins sectors es poden veure més impactats?*
Judit Montoriol i Anna Bahí

37 ECONOMIA PORTUGUESA**39 DOSSIER: ESPANYA DAVANT EL MIRALL: EVOLUCIÓ DE LA DESIGUALTAT I DE LA CLASSE MITJANA**

39 *Com es defineix i com es mesura la desigualtat?*
Oriol Aspachs i Josep Mestres Domènech

41 *Desigualtat: llums llargs i llums curts*
Oriol Aspachs i Josep Mestres Domènech

43 *La desigualtat d'ingressos es redueix a Espanya*
Oriol Aspachs i Josep Mestres Domènech

45 *Com ha evolucionat la classe mitjana a Espanya?*
Oriol Aspachs i Josep Mestres Domènech

No és temps per a la inacció

Amb els focus de l'atenció mediàtica mundial tractant de llançar una mica de llum sobre els efectes dels primers nomenaments i anuncis de l'Administració Trump, la realitat és que encara és massa aviat per anticipar qualsevol guia de política econòmica, més enllà del que ja estan descomptant els mercats financers amb l'apreciació del dòlar, les revaloracions de la renda variable i la revisió a l'alça de les expectatives de tipus d'interès. El veredicté és que, als EUA, tindrem més creixement nominal a curt termini. El difícil és anticipar com es repartirà entre activitat i inflació, quelcom que dependrà de si s'utilitza la cirurgia en les pujades aranzelàries per limitar els danys en les cadenes de valor, del grau d'afectació en l'oferta laboral de les polítiques migratòries i de com s'implementi el programa fiscal expansiu que ja està a la recambra.

Per tant, el ventall d'efectes sobre l'economia mundial continua molt obert, perquè també estarà vinculat a les respostes de la resta d'actors implicats (la Xina ja ha anunciat restriccions a les exportacions de metalls i de minerals), a la capacitat dels països tercers de desviar comerç a través de nacions connectores i al marge de negociació de cada país. Sent conscients que, el 2025, el major risc sobre els escenaris centrals d'aterratge ordenat és el de noves afectacions negatives sobre l'oferta, per les guerres aranzelàries o per les distorsions en els escenaris energètics, en un entorn financer caracteritzat per una certa complaença en el comportament dels mercats.

Si ens centrem en la zona de l'euro, el canal comercial serà la principal via d'impacte potencial de la nova agenda econòmica de l'Administració nord-americana, en veure's penalitzada la demanda externa per la probable pujada d'aranzels, efecte que es podria mitigar de forma parcial amb l'apreciació del dòlar, a costa d'un augment de la inflació causat per l'encariment de les importacions i per una possible resposta aranzelària de la UE. En segon lloc, a conseqüència d'una Fed menys acomodaticia davant l'augment de les expectatives d'inflació, es podrien tensionar les condicions financeres globals i, per tant, també les europees. I, en tercer lloc, l'augment de la incertesa causat pels conflictes aranzelaris pot condicionar el sentiment inversor i l'apetència pel risc i pot acabar deprimint l'activitat econòmica. Tot això partint de la base d'una sensibilitat important de la UE als canvis de les regles de joc en la relació amb els EUA, tenint en compte que l'economia nord-americana és la destinació del 20% de les exportacions de béns i de serveis i que el 3,4% del VAB de la regió està vinculat a la demanda dels EUA, amb una exposició important en sectors com el farmacèutic (el 22%), el químic (el 10%) o la maquinària (el 8%). Així que una pujada de l'aranzel universal als EUA fins al 10%, partint dels baixos nivells actuals (aranzel mitjà de només el 2%), tindria un impacte rellevant.

En aquest context, Europa no es troba en la millor forma per afrontar els nous reptes de la relació transatlàntica (aranzels, Ucraïna, política de defensa/OTAN), tenint en compte les fluïxes perspectives de creixement per a l'any vinent (amb una Alemanya que continua molt feble), l'elevada dependència del model de creixement en relació amb el sector exterior (element penalitzador en aquests moments), la fragilitat fiscal de França i d'Itàlia, i la feblesa de partida de la nova Comissió Europea (el 41% dels vots en contra al Parlament Europeu). Si a tot plegat hi afegim la inestabilitat política a França i a Alemanya, que, a curt termini, minimitzarà la tracció del principal eix vertebrador de la regió, el punt de partida per a l'any vinent és desafiador. La part positiva és que, ara com ara, el risc d'«italianització» (sense la *finezza* transalpina) de l'esfera política francesa només s'ha traduït en un realineament ordenat de les primes de risc a la zona de l'euro, perquè el mercat s'ha limitat a posar en preu l'evident deteriorament fiscal francès (quelcom que, d'altra banda, ja estava damunt la taula des de feia temps), però sense penalitzar la resta de perifèrics. La qual cosa també reflecteix el potencial dissuasiu de l'entramat d'instruments dissenyat en l'última dècada per afrontar crisis idiosincràtiques a la zona de l'euro (ESM, TPI, etc.). Malgrat que ja sabem per experiència pròpia que estar al radar de riscos dels mercats financers no és la millor recepta en temps convulsos.

En definitiva, estem abocats a un nou any de fortes emocions econòmiques, la qual cosa aconsella aprofitar la treva de Nadal per prendre'ns un respir. Bon moment per desitjar als lectors tot el millor per al 2025 i enviar una forta abraçada als nostres companys, clients i amics de València.

José Ramón Díez
Desembre 2024

Cronologia

NOVEMBRE 2024

- 7 La Fed retalla els tipus d'interès 25 p. b., fins a l'interval del 4,50%-4,75%.
El BoE retalla els tipus d'interès 25 p. b., fins al 4,75%.

SETEMBRE 2024

- 12 El BCE retalla els tipus d'interès 25 p. b. i situa el *depo* en el 3,50% i el *refi* en el 3,65%.
- 18 La Fed retalla els tipus d'interès 50 p. b. fins a l'interval del 4,75%-5,00%, després d'haver-los apujat 500 p. b. des del març del 2022.

JULIOL 2024

- 26 Arrenquen els Jocs Olímpics a París.
- 31 El Banc del Japó apuja per sorpresa el tipus d'interès de referència fins al 0,25% (des del rang 0,0%-0,1% anterior), màxim des del final del 2008.

OCTUBRE 2024

- 17 El BCE retalla els tipus d'interès en 25 p. b. i abaixa el tipus *depo* fins al 3,25%.

AGOST 2024

- 1-5 Fortes turbulències als mercats financers, a conseqüència de la decisió del Banc del Japó i d'unes dades d'ús del juliol als EUA pitjors del que s'esperava.
- 12 L'OPEP revisa lleugerament a la baixa la demanda mundial de petroli el 2024 i el 2025, a causa, sobretot, de la desacceleració del consum a la Xina.
- 23 La Fed començarà a reduir els tipus d'interès al setembre, segons apunta Powell a Jackson Hole.

JUNY 2024

- 2 L'OPEP acorda ampliar les retallades a la producció de cru (3,66 milions bpd fins al desembre del 2025 i 2,2 milions bpd fins al setembre del 2024, però amb una retirada gradual fins al setembre del 2025).
- 6 El BCE abaixa tipus en 25 p. b. i situa el *depo* en el 3,75% i el *refi* en el 4,25%.

Agenda

DESEMBRE 2024

- 2 Portugal: producció industrial (octubre).
- 3 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
- 10 Portugal: comerç internacional (octubre).
- 12 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 17 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (3T).
- 17-18 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 19-20 Consell Europeu.
- 23 Espanya: comptabilitat nacional trimestral (3T).
Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (octubre i 3T).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (3T).
Portugal: desglossament del PIB (3T).
Portugal: preus de l'habitatge (3T).
- 26 Portugal: ràtio de morositat (3T).
- 30 Espanya: avanç de l'IPC (desembre).
Espanya: taxa d'estalvi de les llars (3T).
- 31 Portugal: avanç de l'IPC (desembre).

GENER 2025

- 2 Portugal: deute públic (novembre).
- 3 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (desembre).
- 7 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (desembre).
Portugal: crèdit de nova concessió (novembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (desembre).
- 9 Espanya: comptes financers (3T).
- 10 Portugal: PIB (3T).
- 17 Portugal: balança de pagaments (novembre).
Xina: PIB (4T).
- 22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (novembre).
Portugal: deute sector no financer (novembre).
- 28 Espanya: enquesta de població activa (4T).
- 28-29 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 29 Espanya: avanç del PIB (4T).
- 30 Espanya: avanç de l'IPC (gener).
Portugal: execució pressupostària (desembre).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
Zona de l'euro: PIB de la zona de l'euro (4T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).
EUA: PIB (4T i 2023).

El big data i els big reptes de l'economia espanyola

La velocitat a la qual avança la tecnologia contrasta notablement amb la lentitud amb què les principals economies aborden desafiaments crucials com el canvi climàtic, el canvi demogràfic i la cohesió social. Fa anys que discutim les conseqüències de no reduir les emissions de gasos amb afecte d'hivernacle i la importància d'un creixement econòmic inclusiu, així com les implicacions de l'envelliment de la població. Malgrat que les millores tecnològiques són clares, convertir-les en accions concretes per abordar aquests reptes continua sent un desafiament.

A CaixaBank Research, intentem contribuir a tancar aquesta bretxa. A les següents pàgines de l'*Informe Mensual*, trobaràs diversos articles que analitzen l'impacte d'aquests fenòmens sobre l'economia espanyola. La novetat: la utilització de dades internes de CaixaBank, degudament anonimitzades. Utilitzant tècniques de *big data* i eines d'estadística avançada, construïm indicadors que permeten analitzar en temps real i de forma detallada l'impacte d'aquests fenòmens sobre múltiples dimensions.

Per exemple, un article analitza l'impacte de la sequera sobre els hàbits de consum d'aigua utilitzant els rebuts domiciliats als comptes de CaixaBank. Així, constatem que les polítiques implementades durant la sequera van tenir un impacte significatiu sobre el consum d'aigua. La declaració d'un municipi en situació de sequera va dur els veïns a reduir el consum d'aigua prop del 10%.

Un altre article examina l'impacte econòmic de les inundacions a la província de València. Mitjançant l'evolució de la despesa realitzada amb les targetes de CaixaBank, constatem que l'impacte econòmic de la DANA als municipis més afectats és molt important i persistent, amb caigudes de compres que, un mes després, es mantenen al voltant del 60%. L'afectació és generalitzada entre sectors, però és especialment significativa en *retail*. A la resta de municipis afectats per les inundacions, tot i que l'impacte inicial també va ser substancial, la recuperació, afortunadament, està sent més ràpida. Les últimes dades disponibles presenten ja una evolució de la despesa més normalitzada. Els múltiples indicadors que hem construït per seguir de prop l'evolució de l'economia valenciana els actualitzem setmanalment a la nostra pàgina web. Confiam que, com més informació disponible hi hagi, millors seran les polítiques per reconstruir la zona.

Finalment, dediquem el Dossier a analitzar un dels principals determinants del benestar de la població i de la seva cohesió: la desigualtat. Per als països desenvolupats, dispo-

sem de dades fins al 2022, i, a la majoria d'ells, la desigualtat d'ingressos presenta una tendència a l'alça. En canvi, per a Espanya, disposem de dades fins al novembre del 2024, i el missatge, afortunadament, és molt diferent. A CaixaBank Research, fa ja quatre anys que analitzem cada mes l'evolució de milions de nòmines ingressades a CaixaBank, degudament anonimitzades, així com les transferències socials per prestacions d'atur o d'ERTO. Amb tota aquesta informació, durant la pandèmia, vam constatar l'important paper de les ajudes públiques per esmoreir l'augment de la desigualtat. El 2022, vam anunciar que s'havien recuperat els nivells de desigualtat previs a la pandèmia. Ara constatem que, de llavors ençà, la desigualtat ha mantingut una tendència a la baixa, gràcies a la bona evolució de l'economia i, en especial, a la reducció de la taxa d'atur. Avui dia, els índexs de desigualtat d'ingressos elaborats per CaixaBank Research es troben molt per sota dels nivells previs a la pandèmia.

L'envelliment de la població i, en general, l'evolució demogràfica són també un repte important. Les implicacions sobre el creixement econòmic, la despesa sanitària o la sostenibilitat del sistema de pensions poden ser unes o altres en funció de com es reaccioni. A l'*Informe Mensual* del mes vinent, hi haurà un article que analitza com ha evolucionat l'estalvi dels espanyols i, en concret, el de les persones més grans, utilitzant les dades internes de CaixaBank. Això ens permet respondre preguntes com: el fort augment de l'estalvi que s'ha produït en els últims anys es concentra en les persones més grans?, i, si és així, quins poden ser els motius?

A CaixaBank Research, no som capdavanters en recerca sobre *big data* o intel·ligència artificial. Però intentem estar atents als últims desenvolupaments en la matèria per millorar l'anàlisi econòmica, en especial en aquells àmbits clau perquè el creixement sigui més dinàmic, més inclusiu i més sostenible a llarg termini. Confiam que, amb la millor informació possible, la presa de decisions de les Administracions públiques i de les empreses privades del país també continuï millorant. En definitiva, benvolgut lector, esperem que tota aquesta informació sigui del teu interès i et sigui útil. Que t'ajudi a tenir una opinió més rica i profunda sobre la situació en què ens trobem i que et serveixi per prendre les millors decisions. Un any més, moltes gràcies per seguir-nos i per la confiança dipositada en nosaltres. Des de CaixaBank Research, et desitgem un bon Nadal i un feliç any nou.

Oriol Aspachs

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,50	3,25
SOFR 3 mesos	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,16	3,07
SOFR 12 mesos	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,62	3,10
Deute públic 2 anys	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	3,60	3,35
Deute públic 10 anys	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,80	3,80
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,15	2,15
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,01
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,93	2,04
Euríbor 3 mesos	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,94	2,06
Euríbor 6 mesos	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,77	2,12
Euríbor 12 mesos	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,60	2,18
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,15	2,05
Deute públic 10 anys	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,10	2,00
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,41	2,32
Deute públic 5 anys	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,50	2,41
Deute públic 10 anys	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	2,80
Prima de risc	11	158	73	105	98	80	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,62	2,53
Deute públic 5 anys	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,63	2,56
Deute públic 10 anys	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	2,75
Prima de risc	19	297	65	97	63	70	75
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,05	1,00
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	76,0	73,5
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	72,4	73,5

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,4	2,9	6,5	3,5	3,3	3,1	3,3
Països desenvolupats	2,7	1,0	5,7	2,6	1,7	1,7	1,8
Estats Units	2,7	1,5	6,1	2,5	2,9	2,6	1,9
Zona de l'euro	2,3	0,3	6,3	3,6	0,5	0,7	1,3
Alemanya	1,6	0,8	3,6	1,4	-0,1	0,0	0,7
França	2,3	0,3	6,8	2,6	1,1	1,1	1,2
Itàlia	1,5	-1,0	8,8	4,8	0,8	0,5	1,0
Portugal	1,5	-0,2	5,6	7,0	2,5	1,7	2,3
Espanya	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	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	1,1	1,0
Països emergents i en desenvolupament	6,4	4,4	7,0	4,1	4,4	4,2	4,2
Xina	10,6	7,5	8,5	3,0	5,3	4,6	4,0
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	2,5	1,8
Mèxic	2,3	0,7	6,1	3,7	3,2	2,1	2,1
Rússia	-	1,0	5,9	-1,3	3,7	3,1	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	5,1	3,4	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	5,7	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	2,9	2,0
Zona de l'euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,2
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	1,3	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Espanya	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Japó	-0,3	0,4	-0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Regne Unit	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,6	2,3
Països emergents i en desenvolupament	6,7	5,5	5,9	9,8	8,3	7,9	5,7
Xina	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,4	1,4
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	6,6	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	3,7	-0,9	7,2	4,9	1,7	2,5	2,5
Consum de les AP	4,5	1,1	3,6	0,6	5,2	3,6	1,6
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,8	2,6	3,3	2,1	2,7	3,4
Béns d'equipament	4,9	-0,9	3,3	2,9	1,1	1,8	4,3
Construcció	5,7	-3,0	0,5	2,2	3,0	3,5	3,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,9	6,9	3,9	1,7	2,4	2,4
Exportació de béns i serveis	4,7	1,1	13,4	14,3	2,8	3,0	2,3
Importació de béns i serveis	7,0	-1,0	15,0	7,7	0,3	1,9	2,8
Producte interior brut	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	2,3
Altres variables							
Ocupació	3,2	-1,0	7,3	4,1	3,2	2,3	2,1
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,9	13,0	12,2	11,6	11,2
Índex de preus de consum	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Costos laborals unitaris	3,1	1,2	1,2	1,9	6,1	4,5	3,3
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,8	-0,2	0,8	0,4	2,7	3,1	3,1
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,1	0,3	1,6	1,1	3,6	4,1	4,1
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,8	-6,7	-4,6	-3,5	-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	4,9	5,6	2,0	2,2	1,7
Consum de les AP	2,2	-0,2	3,8	1,7	0,6	1,0	0,8
Formació bruta de capital fix	-0,4	-0,8	7,8	3,3	3,6	1,3	5,7
Béns d'equipament	3,4	2,3	16,0	7,2	5,7	-	-
Construcció	-1,3	-2,2	6,6	0,9	1,3	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	5,0	1,7	1,8	2,3
Exportació de béns i serveis	5,3	2,3	12,0	17,2	3,5	4,2	5,0
Importació de béns i serveis	3,6	1,6	12,3	11,3	1,7	4,6	5,0
Producte interior brut	1,5	-0,2	5,6	7,0	2,5	1,7	2,3
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,6	2,2	3,3	2,3	0,9	1,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,1	6,7	6,1	6,5	6,5	6,4
Índex de preus de consum	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Saldo op. corrents (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,2	1,4	1,2	1,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,2	2,7	2,8	3,1
Saldo públic (% PIB)	-4,5	-5,2	-2,8	-0,3	1,2	0,5	0,3

Previsions

Les dades i les expectatives marquen el compàs dels mercats

Els inversors, entre Trump i la feblesa de la zona de l'euro. La primera reacció del mercat a la victòria de Trump i del Partit Republicà a les eleccions dels EUA va ser coherent amb unes expectatives que les seves polítiques representin una major inflació a mitjà termini i un cert impuls al creixement econòmic a curt termini. Els tipus d'interès dels *treasuries* van augmentar al llarg de tota la corba, així com el tipus d'interès d'arribada esperat per a la Fed en aquest cicle de baixades; la borsa va registrar avanços, en particular les companyies més exposades al mercat nord-americà, i el dòlar es va apreciar amb força enfront de les principals divises, en especial enfront de l'euro. Aquesta reacció, però, es va corregir en diversos actius a mesura que avançava el mes i contrasta amb el que ha succeït a la zona de l'euro, on els actius financers s'han vist una mica llastats per les notícies de l'elecció de Trump.

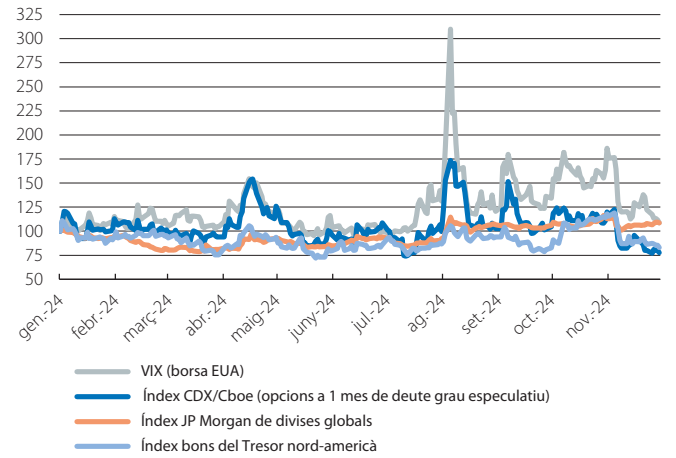
Augmenta la divergència entre les expectatives de política monetària de la Fed i del BCE. A més de la victòria de Trump, el dinamisme de l'economia nord-americana ha fet repuntar les expectatives de tipus d'interès de la Fed en els propers mesos. També hi ha contribuït el fet que diversos membres de la Fed s'hagin mostrat favorables al gradualisme en les baixades i que el seu president, Powell, hagi reconegut que no veu necessari accelerar-les. Així, malgrat que els mercats continuen descomptant una retallada de tipus de 25 p. b. al desembre, han passat a esperar uns tipus de la Fed una mica més alts (+20 p. b.) a mitjà termini. Les expectatives per al BCE s'han mantingut més estables, en un context de feblesa dels indicadors econòmics i de relativa incertesa política dels països del nucli de la zona de l'euro i amb una desinflació que, com s'havia anticipat, prossegueix el seu curs. Tot plegat ha reforçat l'expectativa d'una nova baixada de tipus del BCE de 25 p. b. al desembre (el 100% de probabilitat, segons els mercats).

Tipus a la baixa a les dues bandes de l'Atlàntic. Les caigudes en la rendibilitat del deute sobirà van ser més intenses a la zona de l'euro, amb el deute alemany cedint més de 30 p. b. de forma força homogènia al llarg de la corba. Va destacar també el repunt de la prima de risc francesa (+10 p. b. i ja consolidada per damunt de la prima espanyola) davant les dificultats del Govern per aprovar retallades pressupostàries que corregeixin el dèficit. Per la seva banda, les primes de risc d'Espanya i de Portugal es van mantenir relativament estables al novembre, i la italiana va reular gairebé 10 p. b. En el cas dels EUA, el rebot inicial dels tipus sobirans després de la victòria electoral de Trump va donar pas, en el tram final del mes, a un descens de la rendibilitat dels *treasuries*, amb un aplanament dels pendents (moviment que va coincidir amb la proposta de nomenament del gestor de fons Scott Bessent com a secretari del Tresor).

Renda variable a l'alça. Guanyats en els índexs borsaris nord-americans, afavorits pel descens dels tipus sobirans i per les

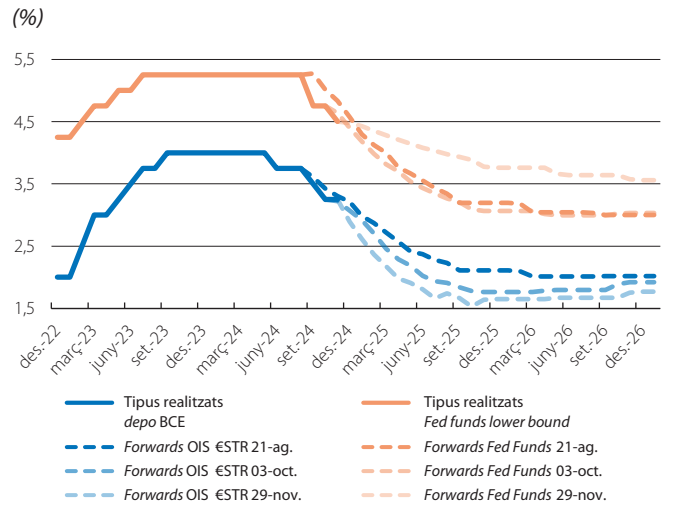
Evolució dels índexs de volatilitat al mercat dels EUA, per actiu

Índex (100 = 29-12-2023)



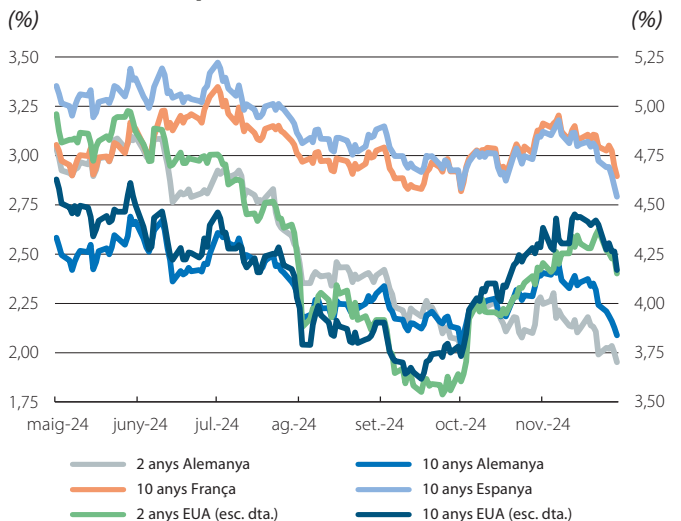
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Expectatives del mercat sobre els tipus d'intervenció (%)



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

Evolució dels tipus d'interès sobirans (%)



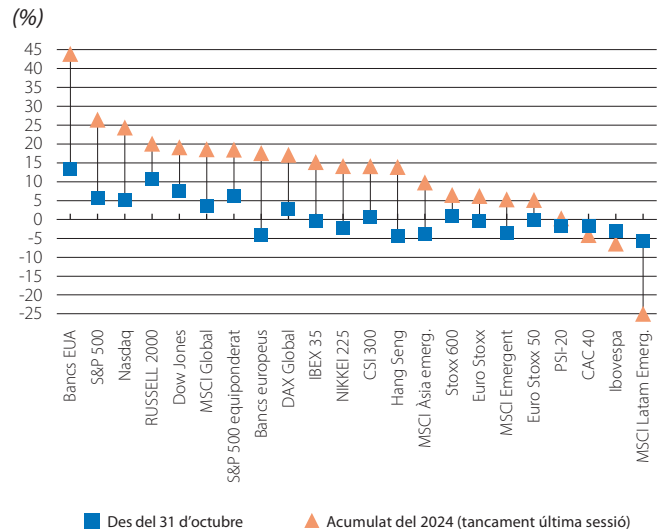
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

expectatives de baixades d'impostos i de menor regulació de la nova Administració Trump, amb l'S&P 500 i el Nasdaq avançant més del 5% fins a nous màxims, en contrast amb les borses de la resta del món. El comportament de les companyies de menor capitalització més exposades al mercat nord-americà va ser encara millor (Russell 2000, +11%), i, per sectors, el bancari va ser el més beneficiat (índex KBW de bancs, +12%). Això contrasta amb la borsa europea, on els guanys van ser més moderats i va haver-hi un funcionament mixt per països. El DAX alemany va avançar prop del 5%, fins als seus màxims, impulsat per les companyies tecnològiques i per altres exportadors no automobilístics, mentre que el CAC francès i el MIB italià es van quedar lleugerament en negatiu. En un punt intermediari, l'IBEX 35 va pujar una mica més del 2%.

La victòria de Trump aprecia el dòlar. El tipus de canvi efectiu nominal del dòlar va registrar una apreciació similar a la de la primera elecció de Trump el 2016 (al voltant del +3% des de les eleccions). Una cosa semblant va succeir amb l'euro (-4% des de les eleccions), que va ser una de les divises més depreciades enfront del dòlar, llstat per la feblesa dels últims indicadors econòmics i per les amenaces aranzelàries de la nova Administració dels EUA (vegeu la conjuntura d'Economia internacional). Altres divises exposades als aranzels de Trump van acumular menors depreciacions al novembre: el peso mexicà, més del 1%; el iuan, al voltant del 2%, i el dòlar canadenc, prop del 1%. També el real brasiler va acumular una forta depreciació enfront del dòlar (més del 3% al novembre), llstat pels dubtes dels inversors sobre la política fiscal. En canvi, el ien japonès es va apreciar enfront del dòlar, gràcies a una major confiança en les expectatives de pujades de tipus del Banc del Japó.

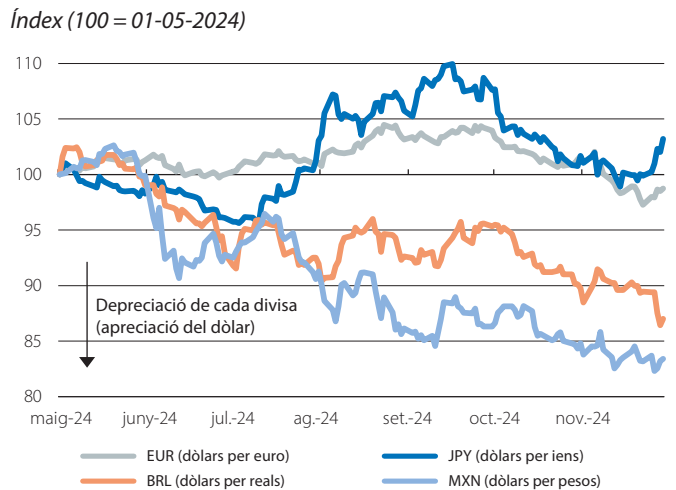
Estabilitat relativa del petroli i repunt del gas natural a Europa. Al novembre, el preu del barril de Brent va oscil·lar en un rang entre els 71 i els 76 dòlars, en un mercat marcat per les perspectives que l'OPEP+ prossegueixi amb el seu pla d'augmentar la producció el 2025, malgrat la prevalença de riscos notables. A més a més, al novembre, l'augment dels inventaris de cru als EUA i la fortalesa del dòlar es van contraposar a alguna aparença de recuperació industrial xinesa. Pel que fa al gas natural, el preu del TTF va repuntar d'uns 40 euros/MWh fins a prop dels 50 euros/MWh (a la vora del +15% i en màxims de l'any), llstat per la perspectiva d'un hivern més fred que en els últims anys (i que ha comportat que les reserves europees s'hagin començat a reduir una mica abans, tot i que continuen en cotes històricament elevades). A més a més, el preu del gas també es va veure condicionat pel fet que l'1 de gener del 2025 expira un acord mitjançant el qual encara hi ha gas rus que circula fins a Europa per un gasoducte que travessa Ucraïna.

Funcionament dels índexs borsaris



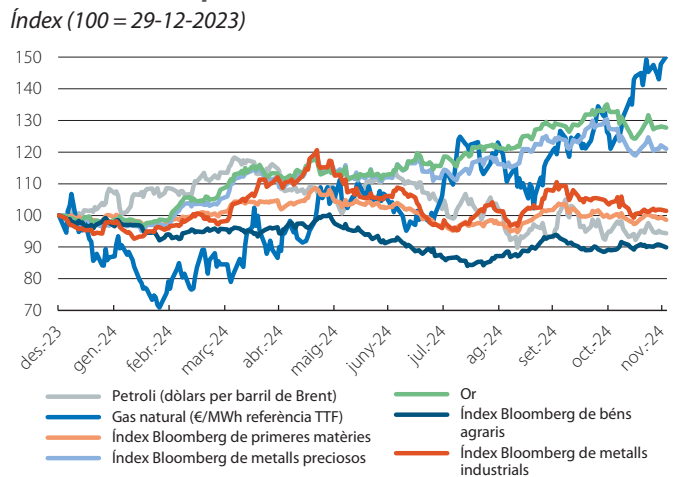
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Evolució de les divises seleccionades enfront del dòlar



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

Evolució de les primeres matèries



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

El BCE davant les reverberacions del Trump trade

El triomf de Donald Trump en les eleccions dels EUA ha mogut les expectatives dels mercats financers. Ja en les primeres setmanes de la tardor, la probabilitat de victòria que s'anava cotitzant a les cases d'apostes va anar acompanyada de repunts de tipus d'interès, de l'expectativa d'una Fed menys acomodaticia i d'una apreciació del dòlar. Aquestes dinàmiques, esperonades també per una macroeconomia nord-americana ferma, van continuar amb l'afegit d'un rally borsari després de la confirmació de la triple victòria republicana al novembre (Casa Blanca, Senat i Cambra de Representants). A Europa, en canvi, els moviments han estat més moderats, i les expectatives per al BCE es van mantenir particularment estables (vegeu el primer gràfic). Significa això que el canvi d'Administració nord-americana no condicionarà les perspectives del BCE?

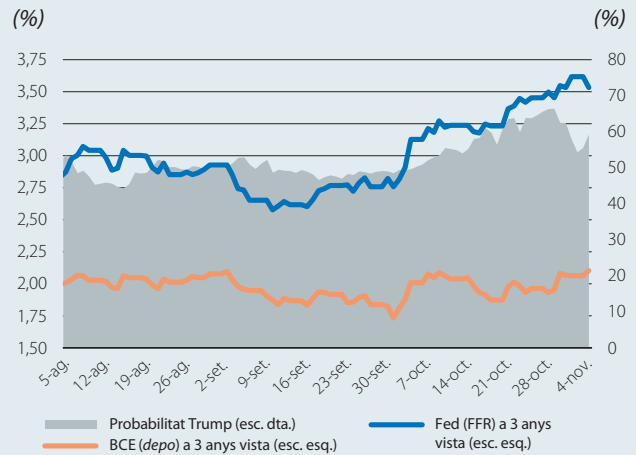
Xoc i mecanismes de transmissió

A l'agenda econòmica de la nova Administració Trump destaquen una política fiscal expansiva (per la via de les reduccions d'impostos), una política migratòria restrictiva i barreres al comerç internacional (amb un augment dels aranzels). Tres grans potes que, en estimular la demanda i condicionar l'oferta en un context de maduresa del cicle econòmic, poden generar una major inflació als EUA i, a curt termini, animar de forma moderada l'activitat domèstica. Aquestes conseqüències, coherents amb els moviments anticipatoris dels mercats ja comentats, han fet que es conegui com a *Trump trade* la combinació d'un dòlar més fort, d'uns tipus d'interès més alts i d'unes borses a l'alça.

Per a l'economia europea, hi ha tres grans canals a través dels quals l'agenda de la nova Administració pot acabar impactant en les perspectives econòmiques a curt i a mitjà termini. En primer lloc, els aranzels encareixen les exportacions d'Europa als EUA i refredarien la demanda externa de la zona de l'euro. L'apreciació del dòlar podria mitigar l'impacte negatiu sobre l'activitat europea, però a costa d'importar una inflació que es podria accentuar en cas d'una guerra comercial i de la represàlia aranzelària per part d'Europa. En segon lloc, els *spillovers* d'una Fed menys acomodaticia (lluitant contra la inflació) podrien tensionar les condicions financeres globals i, per tant, també les europees. I, en tercer lloc, l'augment de la incertesa pot condicionar el sentiment inversor i l'apetència pel risc i acabar deprimint l'activitat econòmica.

L'impacte net d'aquests tres canals sobre l'actuació del BCE és incert: la zona de l'euro podria patir una mica més o una mica menys d'inflació, en funció de la intensitat de les polítiques i de la reacció de les cotitzacions financeres, així com del refredament de l'activitat europea (i la seva

EUA: expectatives de política monetària i eleccions presidencials *

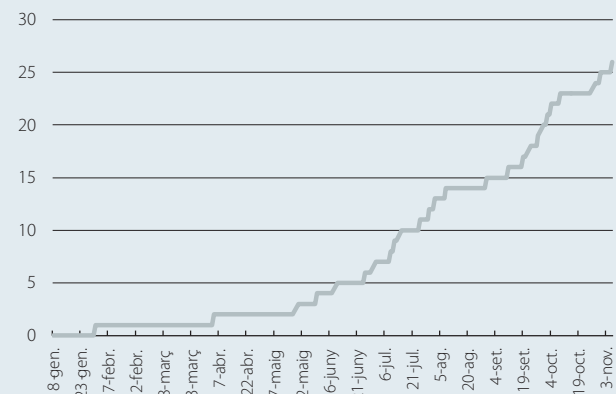


Notes: * Les expectatives de política monetària corresponen a forwards estimats sobre les corbes de tipus OIS dels EUA i de la zona de l'euro amb el model de Nelson-Siegel-Svensson. La probabilitat de la victòria de Trump es correspon amb la probabilitat implícita en les apostes segons Polymarket.

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

Sessions identificades com a Trump trade el 2024

Nombre (acumulat)



Nota: Una sessió de mercat és Trump trade si compleix quatre requisits: tipus sobirans dels EUA a l'alça, apreciació del dòlar, borses nord-americanes pujant i augment de la probabilitat de victòria de Trump segons les cases d'apostes.

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

transmissió sobre els preus). A més a més, hi ha altres factors d'incertesa, com la capacitat de moderació d'un Congrés en què la majoria republicana és molt ajustada o el dubte de si les amenaces aranzelàries de l'Administració Trump són indiscutibles o són, potser, una eina de negociació comercial entre governs. Mentre s'espera guanyar prou visibilitat en tots aquests aspectes, sí que podem tenir algunes primeres pistes a través del balanç de la situació que estan fent els mercats financers.

Trump trade i sensibilitats de mercat

Per destil·lar la visió de l'escenari que consideren els mercats financers, analitzem el comoviment de les variables

financeres europees amb les seves homòlogues nord-americanes només en aquelles sessions de mercat dominades per la perspectiva electoral als EUA: en concret, només les sessions *Trump trade* en què (i) la borsa puja (S&P 500), (ii) el dòlar s'aprecia (en relació amb una cistella de divises), (iii) el tipus sobirà dels EUA a 10 anys s'incrementa, i (iv) la probabilitat de victòria de Trump augmenta (segons les cotitzacions de les cases d'apostes).¹ Com ho mostra el segon gràfic, aquestes sessions es concentren en la segona meitat del 2024 i, en especial, entre els mesos de setembre i octubre.

L'exercici, resumit al tercer gràfic, assenyalava que el *Trump trade* té un efecte arrossegament significatiu sobre els mercats financers de la zona de l'euro, en el cas dels tipus sobirans a curt i a llarg termini, de les expectatives de política monetària del BCE i de les expectatives d'inflació. En tots els casos, hi ha un comoviment positiu amb els EUA (és a dir, malgrat que la magnitud de l'impacte de l'agenda de l'Administració Trump sigui menor a Europa, segons els mercats financers, la direcció d'aquest impacte seria la mateixa als EUA i a Europa). Així i tot, l'arrossegament més fort és sobre els tipus sobirans, en especial a llarg termini, mentre que els *spillovers* són clarament inferiors en termes d'expectatives d'inflació. Pel que fa a les expectatives de política monetària, l'exercici suggereix que els mercats veuen un efecte arrossegament rellevant, però de magnitud intermèdia.

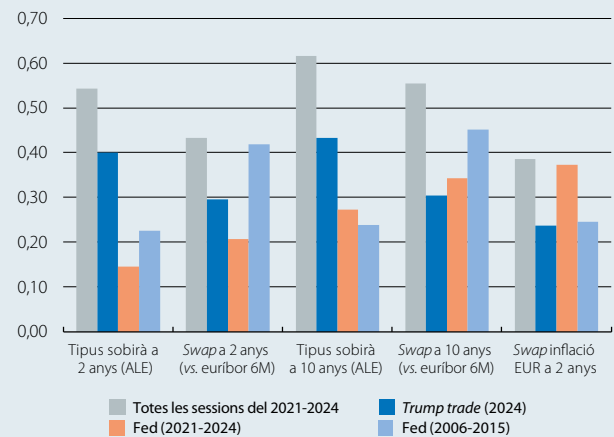
Per posar en context aquestes sensibilitats de mercats al *Trump trade*, les podem contrastar amb un altre esdeveniment important: les reunions de la Fed.² El tercer gràfic mostra que també la Fed genera un important efecte arrossegament sobre els mercats financers europeus.³ És destacable que l'arrossegament del *Trump trade* sembla ser clarament superior al de la Fed en el cas dels tipus d'interès sobirans, mentre que la Fed domina en termes d'expectatives d'inflació, i els dos factors generen un arrossegament semblant sobre les expectatives de la política monetària.

Finalment, cal destacar que el comoviment en els dies dominats per la reunió de la Fed o pel *Trump trade* és inferior al comoviment observat quan prenem totes les sessions de mercat en conjunt. Això suggereix que, en els dies de Fed o de *Trump trade*, domina més el *driver* idio-

1. També formen part de l'anàlisi les sessions en què la probabilitat de victòria disminueix i, en conseqüència, la direcció de la borsa, del tipus de canvi i dels tipus sobirans s'inverteix.
 2. Avaluem el comoviment de les mateixes variables financeres europees amb les seves homòlogues dels EUA analitzant només les sessions de mercats en què hi ha una reunió de política monetària de la Fed.
 3. Malgrat que, com ho suggereix la comparativa de la sensibilitat del 2006-2015 amb la del 2021-2024, sembla que, en els últims anys, ha perdut una mica de força. Entre el 2015 i el 2019, també hi ha una menor sensibilitat, que es pot explicar pel desacoblament entre una Fed que apujava tipus i un BCE que aprofundia en l'estímul no convencional, amb compres d'actius i amb tipus negatius.

Spillovers dels EUA a la zona de l'euro

Coefficient de regressió *



Nota: * Coeficient de regressió de la variable europea contra la seva homòloga nord-americana. Per exemple, es pot interpretar com l'increment en p. p. del tipus sobirà d'Alemanya a 2 anys davant un increment d'1 p. p. del tipus sobirà a 2 anys dels EUA.

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

sincràtic dels EUA (amb una major incidència sobre les variables financeres nord-americanes) que el dels *drivers* globals (que afecten totes les economies de manera més semblant).

En definitiva, el triomf de Donald Trump i el control republicà del Senat i de la Cambra de Representants faciliten la implementació d'una agenda econòmica que, als EUA, pot acabar generant més inflació i, potser, una certa acceleració de l'activitat a curt termini. Si aquestes perspectives s'anessin materialitzant, la Fed podria acabar sent menys acomodaticia del que s'esperava, i tot això tindria les seves reverberacions a Europa. La lectura inicial dels mercats financers va ser la d'esperar un cert arrossegament sobre el BCE i sobre les condicions financeres de la zona de l'euro. No obstant això, l'escenari també depèn del punt de partida i de la situació cíclica de la zona de l'euro. I, en aquest sentit, la realitat més immediata que dibuixen les últimes dades de la zona de l'euro és la d'una inflació a la baixa i cada vegada més a la vora de l'objectiu i un refredament de l'activitat. Atesa la seva estratègia oficial de «dependència de les dades», les pròximes decisions del BCE estaran subjectes als senyals presents que envien les dades, però, probablement, també estaran condicionades per l'expectació sobre l'agenda econòmica dels EUA i per les seves conseqüències en el futur.

Compte amb el que desitges (i amb l'economia del teu veí): Trump i el dòlar

La clara victòria de Trump i la majoria republicana al Congrés han comportat una apreciació important del dòlar enfront de les principals divises (el 3% el tipus de canvi efectiu nominal) i, en particular, enfront de l'euro (el 4% acumulat entre el 5 i el 26 de novembre). El calat de les polítiques anunciades en campanya afecta les perspectives per al tipus de canvi euro-dòlar, que repassem en aquest article:

Focus en el soft landing i en la Fed, ara com ara...

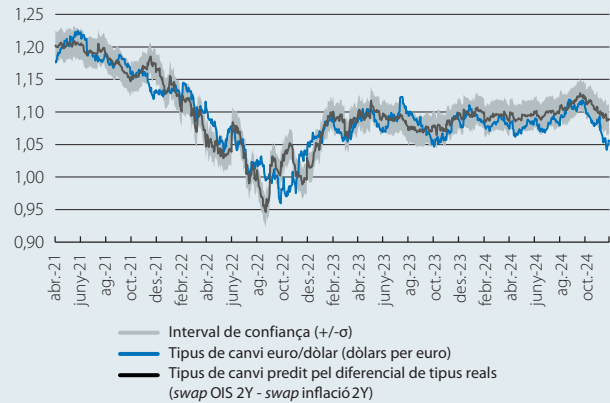
El dòlar s'ha apreciat enfront de l'euro des del final de setembre (més del 6%), impulsat pel dinamisme de l'economia nord-americana, excepcional entre les principals economies desenvolupades del món i que contrasta amb la feblesa de la zona de l'euro. A Europa, en un context d'escàs creixement de la productivitat, la crisi manufacturera als països del nucli no dona encara signes de reversió. A més a més, França afronta una severa consolidació fiscal, i Alemanya, un intens debat polític sobre la conveniència d'una major inversió pública. Tot plegat ha fet que les expectatives de tipus d'interès a les dues bandes de l'Atlàntic s'hagin diferenciat.

... amb l'afegit d'unes polítiques apreciadores per al dòlar

La victòria de Trump ha estès aquesta tendència apreciativa del dòlar, atès l'efecte apreciator de les seves polítiques sobre la divisa (si més no, en una primera aproximació, estàtica, que no compta amb les eventuals respostes dels socis comercials, i a curt termini). A grans trets, els canals d'impacte d'aquestes polítiques sobre el dòlar serien:

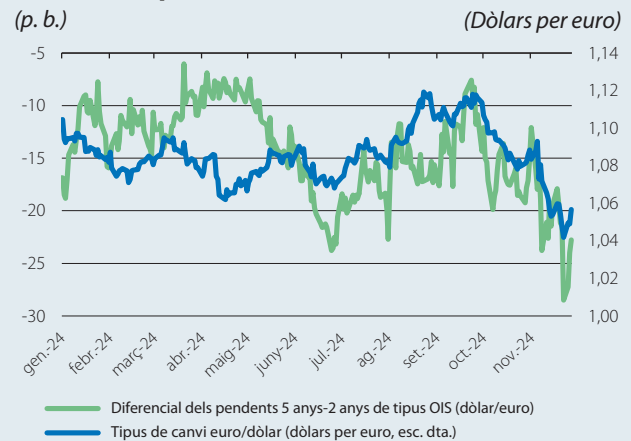
1. La imposició d'un aranzel universal tindria un efecte inflacionari sobre l'economia dels EUA, tant si produeix una substitució d'importacions com si, simplement, aquestes s'encareixen. Una major inflació hauria de comportar uns tipus d'interès més alts i una apreciació del dòlar.
2. Una altra de les polítiques anunciades per Trump, les baixades d'impostos, en particular a les empreses, comportaria uns majors beneficis empresarials. Això atrauria fluxos d'inversió estrangers i apreciaria el dòlar.
3. Finalment, pel que fa a les restriccions migratòries, serien apreciadores per al dòlar en un context com l'actual. El mercat de treball s'està normalitzant, però encara continua tensionat, i una reducció en l'oferta de treball seria potencialment inflacionària, i això, a curt termini, pressionaria a l'alça els tipus d'interès i el dòlar. Dit això, a més llarg termini, una restricció migratòria tindria un

Euro/dòlar predit pel diferencial de tipus reals (Dòlars per euro)



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

Pendents de les corbes de tipus en dòlar i en euro i tipus de canvi



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

efecte negatiu sobre el creixement potencial de l'economia i, de retruc, també, sobre el tipus de canvi efectiu real del dòlar.

Les expectatives de tipus d'interès del mercat han recollit aquests extrems. Així, entretant, la velocitat a la qual s'espera que la Fed redueixi els tipus d'interès s'ha reduït de manera notable en els últims mesos, passant de descomptar un nivell d'arribada del 3% al final d'agost a un nivell proper al 3,75% en l'actualitat. En canvi, ara els mercats esperen que el BCE abaixi els tipus d'interès fins a l'1,75%, mentre que, uns mesos enrere, el punt d'arribada se situava en el 2,00%.

La divisa també ha recollit aquests canvis. Així, l'apreciació del dòlar des del final de setembre està molt correlacionada amb els moviments de les corbes de tipus a les dues

bandes de l'Atlàntic. Si, a la zona de l'euro, s'ha donat un cert apuntament del pendent de 2-5 anys, amb unes expectatives d'una certa millora cíclica, als EUA aquest mateix pendent s'ha aplanat arran de l'expectativa que els tipus es mantinguin més elevats durant més temps i un cert cost en el creixement a més llarg termini de les polítiques de Trump.

D'altra banda, com es mostra al primer gràfic, l'apreciació del dòlar enfront de l'euro ha estat, fins i tot, superior al moviment que s'ha produït en les expectatives de tipus d'interès (i d'inflació) a curt termini. Això, segurament, respon a l'impacte que s'estima que poden tenir les polítiques anunciades per Trump a curt termini.

Tot plegat suggereix que l'apreciació recent del dòlar es pot consolidar en els propers mesos o que, fins i tot, pot continuar, fins a situar el dòlar al voltant de la paritat amb l'euro l'any vinent si, finalment, la nova Administració Trump implementa les mesures anunciades en campanya.

Unes perspectives amb múltiples riscos

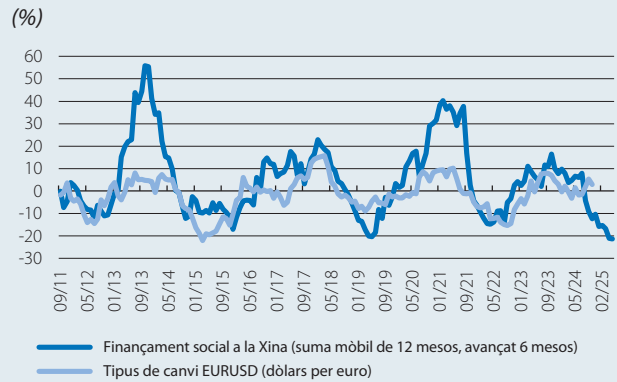
Els riscos per a les perspectives de l'euro-dòlar són múltiples. D'una banda, la política econòmica i comercial de Trump encara no s'ha concretat. Segons vam veure durant el seu mandat anterior, moltes de les seves propostes electorals van tenir una vida curta, i alguns dels anuncis de pujades aranzelàries es van utilitzar com a mesura de pressió negociadora. De l'altra, la inflació als EUA també podria acabar disminuint més ràpidament del que s'esperava o la normalització del mercat de treball podria derivar en una feblesa una mica més intensa. En qualsevol d'aquests escenaris, la Fed podria abaixar els tipus d'interès de forma més ràpida o rotunda del que s'espera.

Finalment, persisteixen nombrosos focus mundials de risc geopolític, els quals, si es materialitzen, tindrien, amb una elevada probabilitat, un efecte apreciator sobre el dòlar, que continua sent la moneda de reserva internacional i atrau fluxos inversors en moments de forta aversió al risc.

Pel que fa l'euro, el primer que cal ressenyar és que sembla poc probable que el BCE variï la política monetària arran d'una depreciació moderada de l'euro enfront del dòlar, atès que l'elasticitat de la inflació a la divisa és petita. Un estudi del BCE la xifrava en el 4% amb dades del 2016, ja que el contingut total (ajustat per la proporció de facturació en moneda estrangera) de les importacions de fora de la zona de l'euro en el consum de les llars també és petit: el 9%, segons aquest mateix estudi.¹

En segon lloc, l'economia de la zona de l'euro continua molt exposada a la Xina, i qualsevol millora cíclica de l'economia asiàtica repercuteix positivament sobre la de la

Creixement interanual del crèdit agregat a la Xina i del tipus de canvi euro/dòlar



Nota: El finançament social a la Xina fa referència a la suma de tot el finançament de l'economia, inclosos els préstecs bancaris, els bons de l'Estat, els bons d'empreses i el finançament mitjançant accions.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central de la Xina i de Bloomberg.

zona de l'euro i sobre la seva divisa, ja que incrementa la demanda d'euros. Des del 2011, el creixement del crèdit a la Xina (l'anomenat «finançament social») manté una correlació elevada amb l'apreciació de l'euro enfront del dòlar. En aquest sentit, l'evolució recent del crèdit a la Xina suggereix una major depreciació de l'euro enfront del dòlar en els propers mesos i, quan arribin a l'economia les mesures recents d'estímul públic xineses, una apreciació cap al final del 2025.

David del Val

1. Vegeu Ortega, E. i Osbat, C. (2020), «Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries», ECB Occasional Papers, núm. 241, abril.

Tipus d'interès (%)

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	3,40	3,40	0	-110,0	-110,0
Euríbor 3 mesos	2,93	3,06	-13	-97,5	-102,8
Euríbor 12 mesos	2,46	2,55	-9	-105,2	-133,3
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,25	2,47	-22	-101,6	-109,8
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	1,95	2,28	-33	-45,3	-74,4
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,09	2,39	-30	6,4	-26,6
Deute públic a 10 anys (Espanya)	2,79	3,10	-30	-20,1	-57,5
Deute públic a 10 anys (Portugal)	2,54	2,80	-26	-11,7	-49,4
EUA					
Fed funds (límit superior)	4,75	5,00	-25	-75,0	-75,0
SOFR 3 mesos	4,47	4,56	-9	-86,5	-89,7
Deute públic a 1 any	4,28	4,27	1	-48,3	-80,1
Deute públic a 2 anys	4,15	4,17	-2	-9,9	-48,4
Deute públic a 10 anys	4,17	4,28	-12	28,9	-8,4

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	56	59	-3	-2,6	-10,8
Itraxx Financer Sènior	63	65	-3	-4,5	-13,9
Itraxx Financer Subordinat	111	116	-5	-11,7	-28,1

Tipus de canvi

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,058	1,088	-2,8	-4,2	-2,4
EUR/JPY (iens per euro)	158,410	165,480	-4,3	1,7	-0,7
EUR/GBP (lliures per euro)	0,831	0,844	-1,6	-4,2	-3,2
USD/JPY (iens per dòlar)	149,770	152,030	-1,5	6,2	1,7

Primeres matèries

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	535,7	534,4	0,2	5,0	1,8
Brent (\$/barril)	72,9	73,2	-0,3	-5,3	-6,5
Or (\$/unça)	2.643,2	2.744,0	-3,7	28,1	30,2

Renda variable

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	6.032,4	5.705,5	5,7	26,5	32,0
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.804,4	4.827,6	-0,5	6,3	8,8
Ibex 35 (Espanya)	11.641,3	11.672,6	-0,3	15,2	14,4
PSI 20 (Portugal)	6.418,3	6.532,8	-1,8	0,3	-2,3
Nikkei 225 (Japó)	38.208,0	39.081,3	-2,2	14,2	15,0
MSCI emergents	1.078,6	1.119,5	-3,7	5,4	10,0

L'economia dels EUA, la clara vencedora del 2024

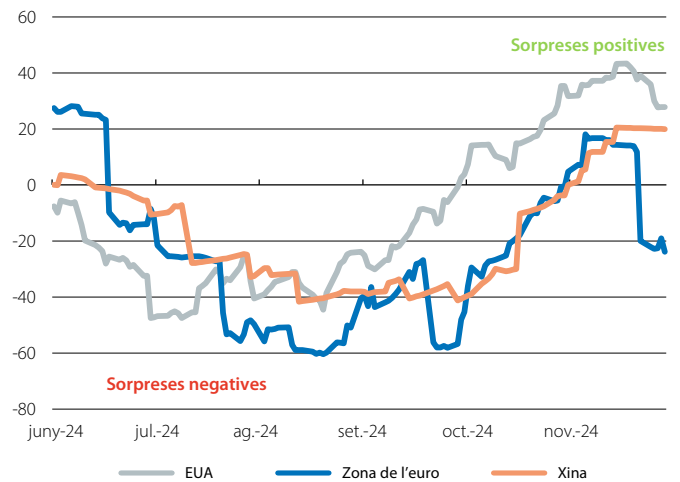
Un final d'any de continuïtat de les dades econòmiques. Els últims indicadors econòmics disponibles apunten al fet que, en el tancament del 2024, es mantenen les tendències observades durant una bona part de l'any: dinamisme i resiliència dels EUA, feblesa a la zona de l'euro, per la delicada situació que travessen Alemanya i França, i falta d'impuls de l'economia xinesa davant l'absència d'estímuls econòmics de gran importància.

Els EUA tancaran el 2024 amb un creixement encara dinàmic. L'economia dels EUA es comença a moderar, tot i que continua avançant a bon ritme gràcies al vigor que manté el consum privat en un context de normalització gradual del mercat de treball. De fet, tant el consum de les famílies com la seva renda disponible, en termes reals, superen a l'octubre en un 0,5% la mitjana del 3T, al mateix temps que la taxa d'estalvi puja 0,4 p. p., fins al 4,4%, i «reforça» el matalàs de les famílies de cara al tancament de l'any. A més a més, l'ISM de serveis va pujar a l'octubre per quart mes consecutiu i va assolir un màxim en més de dos anys (56 punts vs. el llindar de 50, que separa el creixement de la contracció). Menys favorable és l'evolució de la indústria: a l'octubre, la producció industrial va caure (el -0,3% intermensual vs. el -0,5% anterior), així com les comandes de béns de capital, exclosos defensa i avions (el -0,2% vs. el 0,3%), mentre que l'ISM i el PMI per al sector manufacturer es consoliden en valors inferiors a 50, compatibles amb noves caigudes de l'activitat al sector. Així i tot, el balanç per al conjunt de l'economia és clarament positiu, i els trackers apunten a un avanç del PIB del 0,5%-0,7% intertrimestral en el 4T (el 0,7% en els dos trimestres previs). En aquest context, a l'octubre, la inflació general va repuntar 0,2 p. p., fins al 2,6%, amb una nucli estable en el 3,3%, la qual cosa ha contribuït a l'ajust en les expectatives del mercat sobre els futurs moviments de la Fed (vegeu la [conjuntura de Mercats financers](#)).

L'agenda econòmica de Trump, possiblement inflacionista a mitjà termini. Les perspectives de creixement per al 2025 també són força optimistes, tot i que hi ha interrogants sobre l'execució de l'agenda econòmica de la nova Administració. Trump compta amb majoria republicana al Senat i a la Cambra de Representants, i, malgrat que això no garanteix una aprovació completa del seu programa, s'han començat a generar expectatives d'un impuls al creixement a curt termini arran de les retallades d'impostos. No obstant això, en la mesura que s'implementin els aranzels anunciats i s'imposin més límits a la immigració, el creixement se'n podria ressentir a mitjà termini. Menys dubtes hi ha sobre el caràcter inflacionista d'aquestes mesures, i, des del setembre, les expectatives d'inflació a dos anys han rebotat en més de 50 p. b. (segons els mercats d'*swaps* d'inflació).

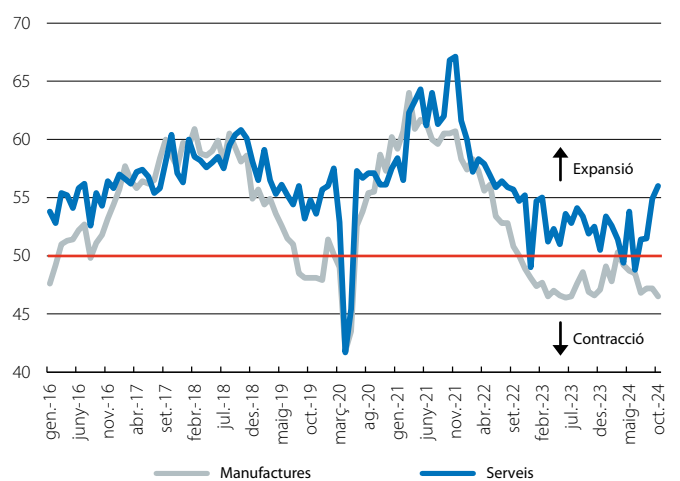
La zona de l'euro arrossega la feblesa d'Alemanya i l'apatia de França. Segons les últimes dades, la zona de l'euro afronta un tancament d'any amb una feblesa creixent: els principals indicadors de clima i d'opinió empresarial prolonguen el seu deteriorament i es consoliden en referències compatibles amb caigudes de l'activitat (el PMI compost va caure al novembre al 48,1, mínim en 10 mesos). Aquesta falta d'impuls s'explica per la delicada situació que travessen les dues grans economies de la regió. D'una banda, Alemanya, estancada enmig de dificultats estructurals (el PIB del

Índex de sorpreses econòmiques (Desviació en relació amb el que s'esperava)



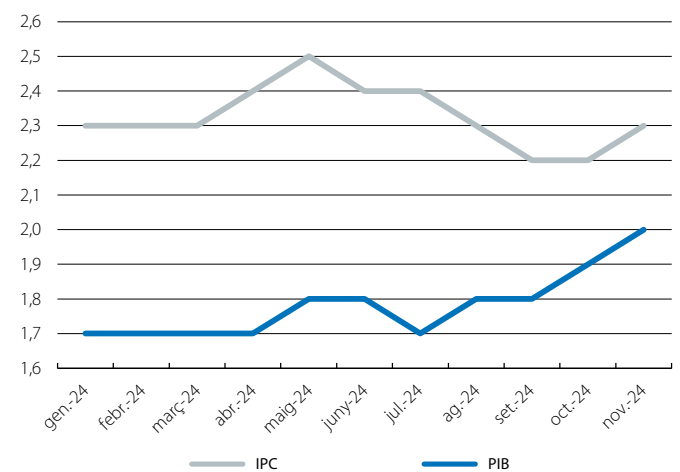
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Citigroup.

EUA: ISM Índex



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Institute for Supply Management.

EUA: evolució previsions per al 2025 * Variació anual (%)



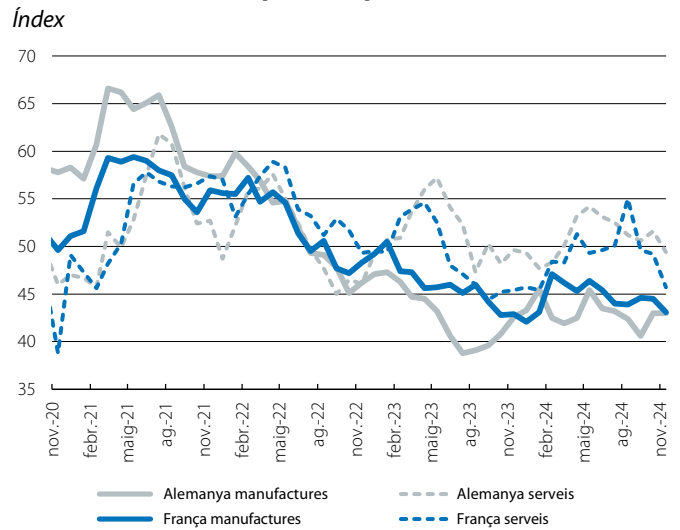
Nota: * Mitjana del consens d'analistes consultats per Reuters.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Reuters.

3T amb prou feines és el 0,2% més elevat que abans de la COVID), llastada pel sector industrial (les comandes industrials s'han situat al setembre en nivells gairebé el 12% inferiors a la seva tendència) i per un sector serveis sense l'embranchada necessària per agafar el testimoni, i amb unes últimes dades que no permeten descartar una nova caiguda del PIB al tancament de l'any. De l'altra, França, que, un cop passada l'embranchada dels jocs olímpics de París (PIB del +0,4% intertrimestral en el 3T), també afronta un final d'any amb un refredament clar del creixement (a l'octubre, el consum de les famílies va caure el 0,4% mensual i el PMI compost va caure per sota de 45 al novembre). A aquesta feblesa econòmica se suma una major incertesa política: Alemanya s'encamina a eleccions anticipades el 23 de febrer, i, a França, el president Macron s'ha quedat sense govern, després de perdre una moció de confiança, que també ha deixat sense aprovar els pressupostos per al 2025. L'economia italiana també ha començat a perdre embranzida: el PIB es va estancar en el 3T i el PMI compost del novembre va ser inferior a 50. Així i tot, el refredament de l'activitat dona confiança en la lluita contra la inflació. Al novembre, la inflació general de la zona de l'euro va ser del 2,3% (amb un cert rebot, ja esperat, per efectes base de l'energia), mentre que la nucli es va mantenir en el 2,7% i els indicadors a temps més real (*momentums*) van apuntar a inflacions una mica inferiors al 2%.

Vents de cara per a la zona de l'euro. En primer lloc, ja des del 2025, han de començar els processos de consolidació fiscal a bona part de les economies, després d'anys de polítiques fiscals molt expansives per compensar l'impacte de la COVID i de la guerra a Ucraïna. Entre d'altres, Itàlia i França tenen oberts procediments per dèficit excessiu, la qual cosa els obliga a dur a terme mesures restrictives i a complir un calendari d'objectius. En segon lloc, un augment d'aranzels per part dels EUA pesaria sobre l'activitat de la zona de l'euro, una economia oberta que es basa en el sector exterior, i amb Alemanya i Itàlia com les més exposades (vegeu el Focus «[Exposició de l'economia europea a un augment d'aranzels als EUA](#)», en aquest mateix informe). En positiu, les baixades de tipus previstes per al BCE es traduiran en un menor vent de cara per part de la política monetària.

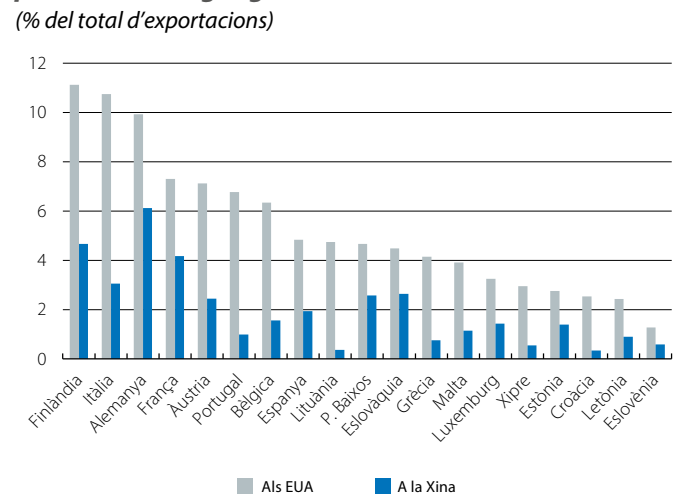
La Xina, el principal objectiu de les polítiques aranzelàries de Trump. L'economia xinesa continua sense remuntar en el 4T, malgrat els esforços del Govern per estimular el consum i la inversió. Així, i en termes interanuals, a l'octubre, la producció industrial va créixer el 5,3% i les vendes al detall, el 3,2%, valors molt per sota de la mitjana prepadèmia per a aquest mes. A més a més, la situació del sector residencial continua sent força delicada, com ho assenyalava un índex de confiança del sector a l'octubre a la vora de mínims. Tot i que és probable que la Xina quedi prou a la vora de l'objectiu del 5,0% de creixement del PIB per al 2024, les perspectives per al 2025 són més incertes. D'una banda, pels riscos que emergeixen de la política aranzelària dels EUA (la Xina és un dels principals objectius, amb amenaces d'aranzels del 60%, ja precedides d'un anunci que, el 20 de gener, dia de la presa de possessió de Trump, s'aprovarà per via executiva un aranzel addicional del 10%). De l'altra, l'economia arrossega dificultats estructurals, relacionades amb la crisi immobiliària i amb la flaqueja dels indicadors de confiança de les llars, factors que es tradueixen en una feble demanda interna i en una «desinflació» generalitzada: la inflació general és gairebé nul·la (el 0,3% a l'octubre) i els preus de producció cauen des de fa dos anys (el -2,9% interanual a l'octubre).

Zona de l'euro: PMI per component



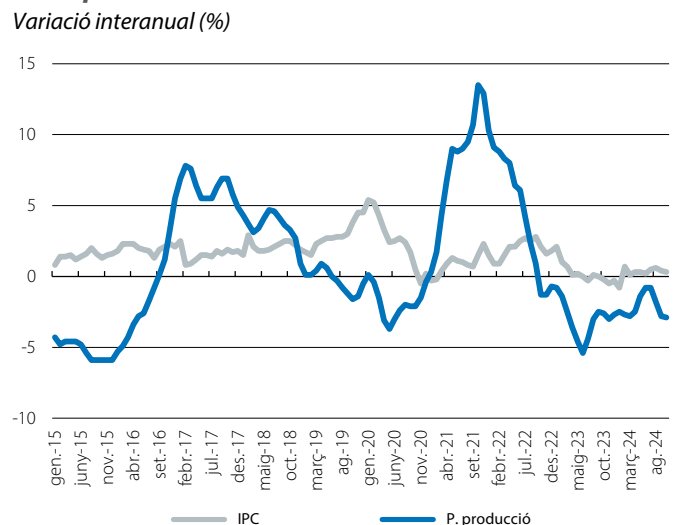
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.

Zona de l'euro: exportacions de béns per destinació geogràfica



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

Xina: preus



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

Exposició de l'economia xinesa a un augment d'aranzels als EUA

Després d'anys de tensions comercials entre el major exportador i el major importador del món, la Xina i els EUA, respectivament, els vincles directes entre les dues economies han anat decreixent. Si, el 2018, el 21% de les importacions dels EUA venien de la Xina, el 2023, aquesta xifra va arribar al 14%.¹ D'altra banda, si les exportacions als EUA representaven el 3,5% del PIB xinès el 2018, el 2023, representaven el 2,9%, un descens significatiu en un període de temps relativament curt.²

Exposició i sensibilitat als aranzels

Com a «fàbrica del món», la Xina exerceix un paper essencial en les cadenes asiàtiques i globals de valor. Per

quantificar aquest paper i conèixer l'exposició a una escalada proteccionista, hem d'anar més enllà de les xifres agregades del comerç exterior i utilitzar com a mesura d'exposició la proporció del valor afegit (VAB) originat a la Xina vinculat a la demanda final dels EUA. Al voltant del 3% del VAB originat a la Xina té els EUA com a destinació final,³ una xifra que inclou les reexportacions de béns intermedis produïts a la Xina, incorporats en la producció d'un bé o d'un servei al llarg de les cadenes globals de valor i després reexportats als EUA. Aquesta xifra inclou també tots els serveis exportats als EUA, sigui per via directa o indirecta, vinculats a béns amb destinació final als EUA.

Xina: exposició als EUA

(% del total del VAB de cada sector vinculat a la demanda final dels EUA)

	1995-2000	2002-2007	2010-2015	2016-2019	2020
TOTAL	4,3	6,8	3,9	3,3	3,0
Agricultura	2,6	4,1	3,2	2,6	2,2
Mineria	5,1	7,6	4,0	3,6	3,3
Manufactures	6,9	10,9	6,4	5,8	5,4
Alimentació	2,0	3,2	2,4	1,9	1,7
Tèxtil i vestits	16,1	21,2	13,0	11,0	9,6
Fusta i paper	5,9	10,6	6,3	5,7	4,9
Coc i ref. de petroli	4,9	8,1	4,3	3,9	3,5
Química	7,9	11,1	6,5	6,1	5,8
Farmacèutica	3,7	4,1	2,4	1,9	2,0
Gomes i plàstics	7,9	13,6	8,5	8,1	8,2
Altres minerals no metàl·lics	3,0	6,6	2,5	2,4	2,1
Metalls	6,0	9,4	4,9	4,6	4,2
Computadors i electrònica	10,0	19,9	14,3	12,2	11,3
Productes elèctrics	5,9	10,8	5,9	7,1	7,1
Maquinària	4,0	6,3	3,9	4,6	3,9
Vehicles de motor i remolcs	3,7	6,9	3,1	3,3	2,8
Altre equipament de transport	6,1	7,3	2,7	2,9	2,5
Altres manufactures	24,1	35,5	17,0	13,4	12,3
Utilities	3,7	5,9	3,2	2,7	2,4
Construcció	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Serveis	4,5	6,5	3,8	3,1	2,8
Serveis comercials	6,3	10,2	6,0	5,4	4,8
Logística	6,0	8,1	4,5	4,0	3,7
Hoteleria	3,6	4,2	2,6	1,9	1,5
Informació i comunicació	3,5	4,7	1,8	1,7	1,6
Financer	4,1	5,9	3,6	2,7	2,2
Inmobiliari	1,5	1,4	1,1	1,0	0,9
Altres serveis	3,5	5,8	3,7	2,9	2,6

Nota: Les dades fan referència a la mitjana dels anys 1995-2000 (abans de l'entrada de la Xina a l'OMC el 2001), 2002-2007 (després de l'entrada de la Xina a l'OMC, precrisi), 2010-2015 (preescalada de tensions comercials) i 2016-2019 (prepandèmia). L'última dada disponible és per al 2020. S'utilitzen les dades de l'actualització més recent de la base de dades OCDE TIVA, del 2023. Els colors de la taula reflecteixen el grau d'exposició de la Xina a la demanda final dels EUA, en diferents sectors i períodes. Els colors més càlids indiquen una major exposició, mentre que els colors més freds indiquen una menor exposició.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (TIVA – Trade in Value Added).

1. En el mateix període, la quota d'exportacions cap als EUA en el total de les exportacions de la Xina ha disminuït 5 p. p., del 19% al 14%.
2. Aquesta xifra es basa en les exportacions als EUA reportades per la Xina. Si utilitzéssim, alternativament, les importacions des de la Xina reportades pels EUA, el pes d'aquests fluxos hauria baixat del 3,9% al 2,4% del PIB de la Xina en el mateix període.
3. Per al 2019 i el 2020, últims anys disponibles. La mitjana del 2016-2019 se situa en el 3,3%, mentre que, a l'inici de la dècada, s'acostava al 4%.

Xina: quotes d'exportació per país (% del total)

	2010-2015	2015	2018	2019	2023	2019 vs. 2015	2023 vs. 2019
→ EUA	17,3	18,1	19,2	16,7	14,8		
→ UE	14,4	13,1	14,2	14,6	14,7		
→ Alemanya	3,4	3,0	3,1	3,2	3,0		
→ Espanya	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2		
→ França	1,4	1,2	1,2	1,3	1,2		
→ Itàlia	1,4	1,2	1,3	1,3	1,3		
→ Japó	6,9	6,0	5,9	5,7	4,6		
→ Mèxic	1,3	1,5	1,8	1,9	2,4		
→ Brasil	1,5	1,2	1,4	1,4	1,7		
→ Rússia	2,0	1,5	1,9	2,0	3,3		
→ Índia	2,4	2,6	3,1	3,0	3,5		
→ ASEAN	10,6	12,3	12,9	14,4	15,7		
→ Vietnam	2,1	2,9	3,4	3,9	4,1		
→ Malàisia	1,8	1,9	1,8	2,1	2,6		
→ Singapur	2,1	2,3	2,0	2,2	2,3		
→ Tailàndia	1,5	1,7	1,7	1,8	2,2		
→ Àfrica	3,8	4,8	4,2	4,5	5,1		
→ Països exp. petroli	8,1	7,9	7,0	7,6	9,7		
→ Economies avançades	67,5	66,2	65,1	62,6	56,3		
→ Economies emergents	32,3	33,8	34,8	37,2	43,6		

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI, via Bloomberg.

Per sectors, i pel que fa als béns, destaca l'exposició agregada del sector manufacturer: entre el 5% i el 6% del valor afegit del sector manufacturer xinès té els EUA com a destinació final. Una xifra inferior a l'exposició del sector manufacturer de la UE als EUA (amb el 7%), però amb més repercussions per al conjunt de l'economia xinesa, atès que el sector manufacturer representa el 30% del valor afegit total a la Xina, en relació amb el 17% a la UE. Dins el sector manufacturer, destaquen els forts vincles en electrònica, tèxtil, gomes i plàstics, productes elèctrics i química, sectors on la Xina compta amb un grau d'especialització avançat i que representen al voltant d'un terç del valor afegit al sector de les manufactures. Entre els serveis, l'exposició és també significativa (al voltant del 3% del valor afegit del sector està vinculat a la demanda dels EUA) i està especialment concentrada en serveis «vinculats» a l'exportació de béns, com els serveis comercials i la logística.

Partint d'aquestes xifres d'exposició comercial, si suposem que la introducció d'un aranzel del 60% sobre les importacions nord-americanes des de la Xina (en relació amb un aranzel mitjà actual pròxim al 15%) produiria una caiguda d'un terç de la demanda final de productes xinesos per part dels EUA,⁴ l'impacte sobre el PIB de la Xina s'acostaria

4. Això implicaria una elasticitat-preu pròxima al 0,7 de les exportacions de la Xina als EUA, en línia amb alguna evidència recent (Devarajan, S., Go, D., Robinson, S. [2023], «Trade Elasticities in Aggregate Models – Estimates for 191 Countries», Policy Research Working Paper, 10.490, World Bank Group).

a l'1%. Així i tot, és probable que aquestes xifres sobreestimin l'impacte de la imposició d'un aranzel unilateral per part dels EUA. La primera raó és que, a priori, els aranzels s'imposarien sobre béns i, en canvi, les xifres d'exposició anteriors inclouen totes les exportacions (directes o indirectes) del sector serveis. Si considerem només l'efecte sobre les exportacions (directes o indirectes) de béns, i l'efecte arrossegament sobre el sector de serveis, es pot obtenir una aproximació més precisa de l'exposició agregada de la Xina a la demanda dels EUA utilitzant el valor afegit originat a la Xina incorporat a les importacions de béns dels EUA (des de qualsevol país). Per al 2019, aquesta xifra és del 2,6%. Utilitzant aquesta mesura, l'impacte agregat en termes de PIB es reduiria entre 1 i 2 dècimes (al 0,8%–0,9% del PIB).⁵

En un escenari d'introducció d'aranzels diferencials per part dels EUA (els anuncis durant la campanya presiden-

5. Els aranzels poden cobrir només les exportacions directes de béns o poden incloure les anomenades «regles d'origen», la qual cosa afectaria també les exportacions indirectes, una opció més complexa des del punt de vista tècnic i de difícil gestió administrativa. Les mesures de l'exposició comercial utilitzades en aquest Focus inclouen les dues, ja que incorpora els béns i els serveis intermedis produïts a la Xina i incorporats a les exportacions de béns de tercers països cap als EUA, la qual cosa, malgrat que pugui sobreestimar l'impacte agregat d'un aranzel que només s'apliqués a les exportacions directes, té el benefici de considerar l'efecte arrossegament que es produiria sobre els altres fluxos comercials. A més a més, en un context d'incertesa pel que fa a les polítiques comercials i d'introducció d'un aranzel universal sobre les importacions de béns dels EUA, que produiria un impacte addicional a la Xina per una reducció de la demanda global, es pot considerar una aproximació raonable.

cial apunten a la imposició d'un aranzel universal del 10% i d'un aranzel bilateral del 60% sobre la Xina), és probable que es produeixi una redirecció de les exportacions de la Xina, sigui per una estratègia de les empreses amb producció a la Xina per «esquivar» els aranzels i aconseguir mantenir els fluxos d'exportació cap als EUA (la qual cosa representaria una desviació artificial de comerç o *rerouting*) o sigui per les desviacions efectives dels fluxos, que comportarien més exportacions de béns finals i intermedis cap a altres països i implicarien un desacoblament (o *decoupling*) entre les dues majors economies del món.⁶

En aquest sentit, cal remarcar que, en els últims anys, s'ha produït una ràpida transformació en les destinacions de les exportacions de la Xina. Si, el 2015, el 66% de les exportacions de la Xina es produïen cap a economies avançades, aquesta xifra s'havia reduït 10 p. p. el 2023. Així, el 2023, el 44% de les exportacions de la Xina arribaven a economies emergents. Destaquen l'augment del pes dels països de l'Àsia emergent (4 p. p. més entre el 2015 i el 2023), principalment en una primera fase d'escalada de les tensions comercials, entre el 2015 i el 2019, i l'increment del pes de les exportacions cap a Mèxic, l'Índia, Rússia i països exportadors de petroli, des del 2019, en un període en què es van afegir tensions geopolítiques a les tensions comercials existents. Destaca també l'estabilitat dels fluxos de comerç entre la Xina i la UE, al mateix temps que les quotes d'exportació de béns cap als EUA i el Japó es reduïen ràpidament.

Riscos proteccionistes en un món fragmentat

En un entorn de major fragmentació comercial entre la Xina i els EUA, i amb un augment significatiu del pes d'economies emergents com a destinació de les exportacions de béns de la Xina –cap a països com el Vietnam o Mèxic, que podrien ser considerats connectors, però també cap a grans economies del Sud Global, que ofereixen amplis mercats alternatius als béns i als serveis produïts a la Xina, cal esperar una Xina més preparada, amb rutes alternatives de comerç més ben establertes, i capaç de mitigar l'impacte d'un augment dels aranzels nord-americans. Al mateix temps, el marge per a desviacions addicionals de fluxos de comerç pot ser més limitat, mentre

que els anomenats països connectors es podrien veure en el punt de mira d'una escalada proteccionista, alhora guanyadors potencials però també en situació de major vulnerabilitat.

Malgrat que l'impacte directe d'un augment dels aranzels dels EUA a la Xina pugui ser limitat, potser el major risc es troba en els efectes indirectes d'una escalada proteccionista. Si «aranzel» aparenta ser la paraula preferida del nou president electe dels EUA, una vella regla del comerç internacional és que no hi ha aranzel sense resposta. L'impacte final en (la destrucció de) valor afegit dependrà, en gran part, dels canals diplomàtics que evitin aquests escenaris.

Luís Pinheiro de Matos

6. Per a més detalls sobre l'evolució recent dels fluxos de comerç entre la Xina, els EUA i la UE, vegeu els Focus «[Hi ha una evidència «matinera» de de-risking?» \(parts I i II\)](#)», a l'IM01/2024. A més a més, la imposició d'un aranzel del 60% a les importacions de béns de la Xina comportaria una depreciació del iuan, que podria absorbir parcialment l'encariment dels béns provocat per l'aranzel imposat pels EUA. També és possible que siguin els productors nord-americans els que absorbeixin una part de l'increment dels costos d'importació. D'altra banda, és rellevant l'impacte net sobre el tipus de canvi efectiu, que, en cas de donar una major competitivitat-preu a les exportacions de la Xina, podria, fins i tot, reforçar els fluxos d'exportacions xineses cap a altres països.

Exposició de l'economia europea a un augment d'aranzels als EUA

Una de les grans propostes de Donald Trump durant la campanya que l'ha dut a la presidència dels EUA ha estat la imposició d'un aranzel universal d'entre el 10% i el 20% a les importacions de béns. Com podria afectar Europa?

Les exportacions de la UE als EUA han crescut de manera significativa en els 15 últims anys i han passat de representar el 15% del total d'exportacions europees a la resta del món el 2010 a superar el 20% el 2023 (vegeu el primer gràfic).¹ Aquesta evolució, juntament amb un major dinamisme del comerç exterior en relació amb el conjunt de l'economia, ha dut el pes de les exportacions als EUA a valors pròxims al 5% del PIB de la UE des de valors inicials per sota del 3%. Les exportacions de béns, àmbit en què se centrarien les mesures proteccionistes de la nova Administració als EUA, representen una mica més del 60% de les vendes al mercat nord-americà. Per la seva banda, les exportacions de serveis han anat guanyant pes de forma progressiva en els 15 últims anys, i la seva exposició als EUA és més elevada, prop del 22% en relació amb una mica menys del 20% per als béns.

Irlanda, el país més dependent de la UE; Alemanya i Itàlia, entre les principals economies

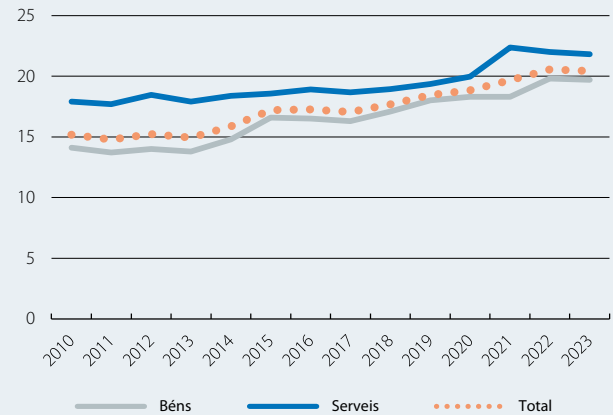
Dins la UE, el pes dels EUA en el total de les exportacions és molt heterogeni per països (incloses, en aquest cas també, les realitzades a altres Estats membres). Així, Irlanda és la que presenta amb diferència el major percentatge en les seves exportacions de béns, que superen el 25%, mentre que la quota del mercat nord-americà és reduïda en general per als països de l'Est, on les cadenes de valor estan més integrades dins el mercat únic. Entre les grans economies, Itàlia i Alemanya mostren valors al voltant del 10%. Per la seva banda, França se situa per damunt del 7% i Espanya, per sota del 5%. Les diferències, tot i que menors, també s'observen en les exportacions de serveis, que, més enllà dels ingressos per turisme internacional, inclouen, majoritàriament, serveis empresarials que, potencialment, podrien ser objecte també de mesures proteccionistes en el futur. En aquest cas, Xipre, Alemanya i Finlàndia presenten els percentatges més elevats, per damunt del 15%, mentre que Espanya, amb el 8%, és la que mostra, de nou, un valor més baix entre les principals economies.

El pes dels EUA en el total d'exportacions i el grau d'obertura comercial de l'economia determinen el que representa el mercat nord-americà en termes de PIB dins cada país

1. En el text, en referir-nos a la UE, es consideren, exclusivament, les exportacions a la resta del món, mentre que, quan parlem de països membres, també s'inclou el comerç intra-UE.

Exportacions de la UE als EUA

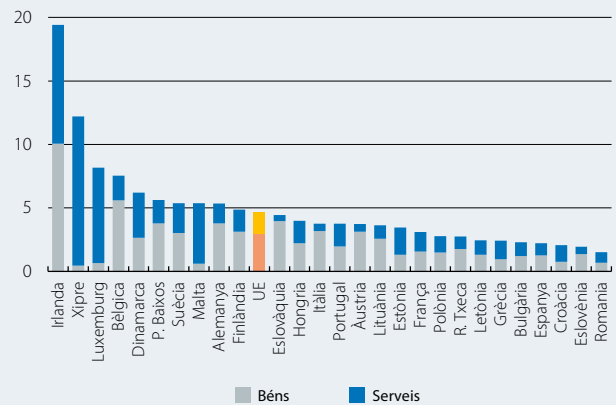
(% del total)



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

Exportacions als EUA per països de la UE

(% del PIB, 2023)



Nota: Dades del 2022 per a les exportacions de serveis d'Espanya i de Luxemburg.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

(vegeu el segon gràfic). Així, observem que Irlanda presenta un grau de dependència molt elevat si considerem de forma conjunta les seves exportacions de béns i de serveis, prop del 20% del PIB. A continuació, per damunt també de la mitjana de la UE, destaquen tres economies petites amb una alta dependència, derivada de la provisió de serveis internacionals (Xipre, Luxemburg i Malta), així com Bèlgica, els Països Baixos i Eslovàquia, en les exportacions de béns. Alemanya confirma una major exposició als EUA entre les principals economies, per damunt del 5% del PIB, seguida d'Itàlia (prop del 4%), de França (el 3%) i d'Espanya (una mica més del 2%).

Indústria química, maquinària i equipament, sectors més afectats pels aranzels

L'establiment d'un aranzel general a les importacions de béns des dels EUA d'entre el 10% i el 20% comportaria un increment significatiu des dels baixos nivells actuals, el 2% de mitjana, atesa l'estructura d'exportacions de la UE al mercat nord-americà.² Per productes (vegeu el tercer gràfic), la indústria química presentaria *a priori* un major grau de vulnerabilitat, ja que combina un aranzel inicial al voltant de l'1% i un alt grau d'especialització, amb un major pes en les vendes als EUA que en el conjunt d'exportacions a la resta del món (el 26% en relació amb el 19% del 2023, respectivament).³ No obstant això, l'efecte final dependrà de l'elasticitat de demanda dels importadors nord-americans a l'augment d'aranzels, així com de la capacitat de les empreses exportadores europees de vendre els seus productes als EUA a través d'inversió directa o de substituir aquesta destinació per altres mercats internacionals. Una situació similar, tot i que amb un pes menor en l'agregat (prop del 10%), presenta el grup que inclou aparells òptics i mobles. Les altres dues grans partides de productes, maquinària i equipament, i material de transport, que sumen el 40% del total d'exportacions als EUA, també parteixen d'aranzels baixos, tot i que podrien tenir menys dificultats per trobar mercats alternatius.

Per països, excepte casos puntuals i de manera moderada, l'aranzel mitjà de partida és reduït per a tots els Estats membres (vegeu el quart gràfic), malgrat que presenten un grau d'especialització heterogeni.⁴ Així, un bon nombre de països de l'Est exporten productes al mercat nord-americà de diferent naturalesa en relació amb els que venen a altres destinacions fora de la UE, la qual cosa indica *a priori* una major dificultat per desviar les vendes a altres mercats internacionals, tot i que la rellevància de les exportacions d'aquests països als EUA és reduïda, com s'ha assenyalat més amunt. En canvi, les grans economies, amb Alemanya i Itàlia al capdavant, es troben entre les que presenten una major similitud d'estructures exportadores, la qual cosa suggereix que la dificultat de substitució d'exportacions per al conjunt de la UE quedaria limitada a la indústria química i a alguns productes concrets de maquinària i equipament.

2. Per a aquest càlcul, es combinen dades a dos dígitos de la classificació HS d'aranzels aplicats pels EUA per a la nació més afavorida disponibles a l'Organització Mundial del Comerç i dades d'exportació de béns d'Eurostat.

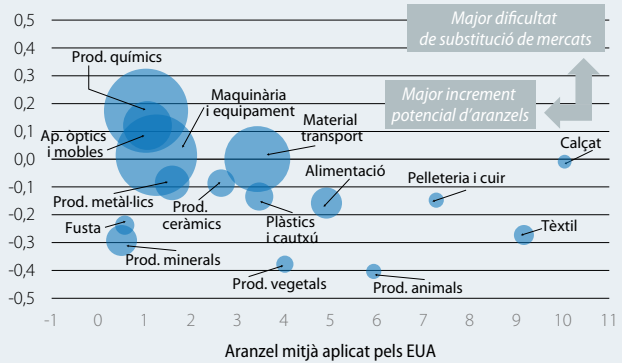
3. El grau d'especialització d'un producte es mesura mitjançant un índex simètric (entre -1 i 1) que utilitza com a base l'indicador clàssic d'avantatge comparatiu revelat equivalent a dividir la quota d'exportació a una destinació per la quota de les exportacions.

4. El grau d'especialització d'un país es mesura mitjançant un índex simètric de similitud (entre 0 i 1) de l'estructura per productes entre les exportacions als EUA i el total d'exportacions fora de la UE. L'índex és el resultat de sumar les diferències en termes absoluts de les quotes d'exportació per a cada producte.

5. Vegeu OCDE, [Trade in value-added](#).

Exportacions de béns de la UE als EUA per productes (2023)

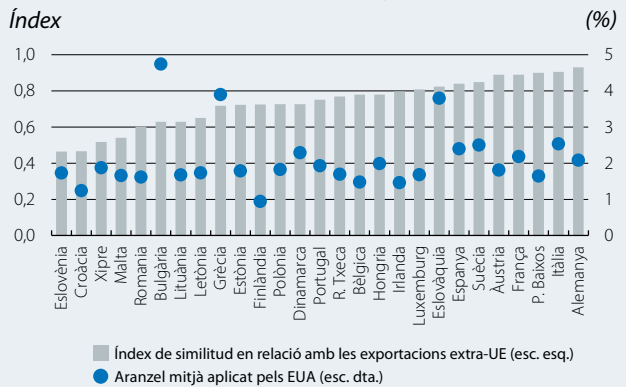
Índex d'especialització en exportacions totals



Notes: L'àrea dels cercles és proporcional al pes de cada grup de productes en el total d'exportacions als EUA. L'índex d'especialització és simètric i pren valors entre -1 (absència completa d'especialització) i 1 (especialització completa).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'Organització Mundial del Comerç.

Exportacions de béns als EUA per països de la UE: índex de similitud i aranzel mitjà (2023)



Nota: L'índex de similitud de l'estructura d'exportacions pren valors entre 0 (completament diferents) i 1 (completament iguals).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'Organització Mundial del Comerç.

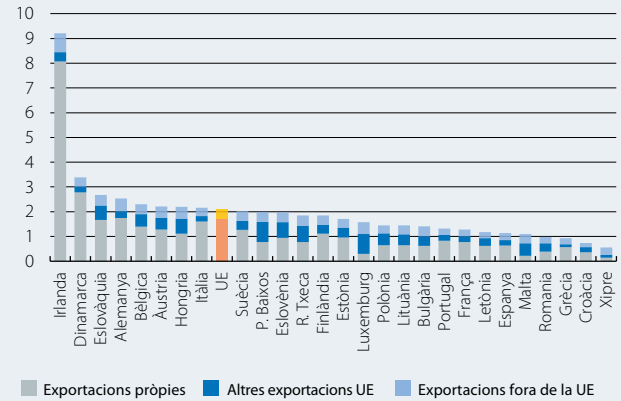
Les branques de serveis també rebran l'impacte indirecte dels aranzels

L'increment dels aranzels sobre el comerç de béns impacta de forma directa sobre la competitivitat de les empreses exportadores, però els seus efectes es deixen sentir també de manera indirecta en el conjunt de l'economia. D'aquesta manera, el sector primari, la indústria extractiva i les empreses manufactureres europees que venen els seus productes als EUA exerceixen un efecte arrossegament significatiu sobre el teixit productiu domèstic i d'altres Estats membres a través de la compra de béns i de serveis intermedis. Així, per exemple, segons dades de l'OCDE,⁵ en altres Estats membres de la UE, es genera al voltant del 10%-15% del valor afegit de les exportacions de països europeus, mentre que al voltant d'un terç del valor afegit en les exportacions de béns es correspon amb branques de serveis, principalment comerç, transport i activitats professionals. De la mateixa manera,

exportadors de béns als EUA a països tercers incorporen productes intermedis de la UE (béns i serveis), equivalents al 20% del valor afegit a la UE per les exportacions mundials de béns al mercat nord-americà (vegeu el cinquè gràfic). Tot això configura un panorama d'exposició als possibles aranzels de la nova Administració als EUA una mica més complex del mostrat amb anterioritat amb les xifres brutes d'exportacions i que necessitarà una anàlisi més detallada per avaluar els riscos sobre l'economia europea.

David Martínez

Valor afegit en importacions de béns dels EUA per països de la UE i àrea exportadora
(% del PIB, 2019)



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

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

ESTATS UNITS

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Activitat									
PIB real	2,5	2,9	3,2	2,9	3,0	2,7	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	8,6	5,3	5,0	2,9	3,4	3,5	3,9	3,8	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	105,4	102,7	106,3	98,9	102,2	99,2	109,6	111,7
Producció industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,5	0,0	–0,4	–0,7	–0,3	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,9	49,1	48,8	47,1	47,2	46,5	48,4
Habitatges iniciats (milers)	1.552	1.421	1.481	1.407	1.340	1.331	1.353	1.311	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	307	312	322	325	329	332	333	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,7	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,0	60,3	60,3	60,2	60,1	60,1	60,2	60,0	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–3,0	...	...
Preus									
Inflació general	8,0	4,1	3,2	3,2	3,2	2,6	2,4	2,6	...
Inflació nucli	6,2	4,8	4,0	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	...

JAPÓ

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Activitat									
PIB real	1,2	1,7	0,9	–0,8	–1,1	0,3	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	32,2	35,2	36,5	38,9	37,0	36,8	36,9	36,2	36,4
Producció industrial	0,0	–1,4	–0,9	–4,3	–2,9	–1,8	–1,8	–0,1	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	13,0	11,0	13,0	13,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–1,9	–1,2	–1,0	–1,0	–1,0	–1,0	...
Preus									
Inflació general	2,5	3,3	2,9	2,5	2,7	2,8	2,5	2,2	...
Inflació subjacent	1,1	3,9	3,9	3,2	2,2	2,0	2,0	2,2	...

XINA

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Activitat									
PIB real	3,0	5,2	5,2	5,3	4,7	4,6	–	–	–
Vendes al detall	–0,8	7,8	8,3	4,7	2,6	2,7	3,2	4,8	...
Producció industrial	3,4	4,6	6,0	5,8	5,9	5,0	5,4	5,3	...
PMI manufactures (oficial)	49,1	49,9	49,3	49,7	49,8	49,4	49,8	50,1	50,3
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	865	841	864	895	895	935	...
Exportacions	7,1	–5,1	–3,3	–1,7	4,4	5,4	0,3	12,5	...
Importacions	0,7	–5,5	0,9	1,6	2,5	2,4	0,2	–2,3	...
Preus									
Inflació general	2,0	0,2	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,3	...
Tipus d'interès de referència ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,1	3,1
Renminbi per dòlar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1	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	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Vendes al detall (variació interanual)	1,4	-1,9	-0,7	-0,2	0,1	1,8	2,9	...	...
Producció industrial (variació interanual)	2,2	-2,1	-3,7	-4,8	-3,7	-1,7	-2,8	...	...
Confiança del consumidor	-21,9	-17,4	-16,7	-15,4	-14,3	-13,2	-13,0	-12,5	-13,7
Sentiment econòmic	102,1	96,4	94,9	96,0	95,9	96,2	96,3	95,7	95,8
PMI manufactures	52,1	45,0	43,9	46,4	46,3	45,5	45,0	46,0	45,2
PMI serveis	52,1	51,2	48,4	50,0	53,1	52,1	51,4	51,6	49,5
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	2,4	1,4	1,3	1,1	0,9	0,9	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,8	6,6	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3	6,3	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,1	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	...
França (% pobl. activa)	7,3	7,3	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,6	...
Itàlia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,5	7,1	6,7	6,1	6,0	5,8	...
PIB real (variació interanual)	3,6	0,5	0,1	0,5	0,6	0,9	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	1,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-	-	-
França (variació interanual)	2,7	1,1	1,2	1,4	0,9	1,2	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	4,9	0,8	0,3	0,3	0,7	0,4	-	-	-

Preus

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
General	8,4	5,5	2,7	2,6	2,5	2,2	1,7	2,0	2,3
Nucli	3,9	5,0	3,7	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7

Sector exterior

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Saldo corrent	0,0	2,1	2,1	2,6	3,1	3,6	3,6	...	...
Alemanya	4,4	5,9	5,9	6,2	6,5	6,4	6,4	...	...
França	-1,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	...	...
Itàlia	-1,7	0,0	0,0	0,5	0,9	1,0	1,0	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,0	95,2	95,2	95,6	95,5	95,0	94,1

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	6,7	2,7	0,1	0,3	0,4	0,8	1,1	1,2	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	4,4	1,7	0,5	0,3	0,3	0,6	0,7	0,8	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	1,8	4,6	5,2	5,1	5,1	4,9	4,7	...	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	2,0	4,4	4,9	4,9	4,8	4,7	4,6	...	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	6,3	-8,5	-10,8	-8,8	-5,5	-2,5	-1,6	0,1	...
Altres dipòsits a curt termini	4,5	21,1	21,1	18,4	14,4	10,5	9,6	7,3	...
Instrumentos negociables	3,7	20,3	19,9	20,5	19,7	21,9	21,6	20,0	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,5	2,7	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	...	...

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.

A Espanya, l'activitat manté el dinamisme en el 4T

L'economia enfila el tancament del 2024 mantenint un to robust. Els indicadors que anem coneixent de l'últim trimestre de l'any ofereixen senyals positius. La despesa domèstica repunta en un context de millora de la renda real de les famílies, els indicadors de sentiment empresarial (PMI) es mantenen sòlids, el mercat laboral continua creant ocupació a ritmes elevats, el turisme prossegueix puixant, i el mercat de l'habitatge agafa cada vegada més embranzida. La inflació, malgrat el repunt dels últims mesos, a causa, principalment, dels preus energètics, es manté en nivells continguts, per sota de la mitjana de la zona de l'euro, i millora, fins i tot, les nostres previsions.

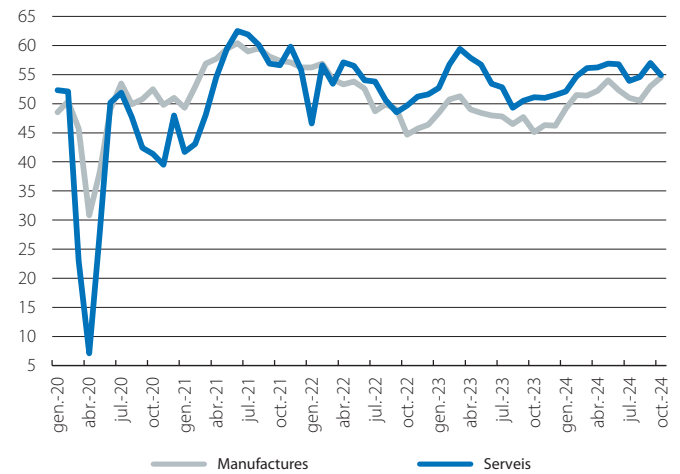
Pel que fa als indicadors de consum, les vendes al detall (sense estacions de servei i a preus constants) creixen a l'octubre el 3,4% interanual (el 2,5% en el 3T). Al seu torn, les matriculacions de turismes avancen el 6,8% interanual a l'octubre-novembre, en relació amb l'augment de l'1,7% del trimestre anterior. Per la seva banda, l'indicador de consum de CaixaBank Research mostra un repunt de la despesa amb targetes espanyoles a l'octubre, fins al 4,8% interanual, per damunt de la mitjana del 3T, del 3,2%; les dades del novembre apunten a un intens afebliment (fins al dia 21, es registra un augment del 0,9% interanual), condicionades per un efecte base desfavorable (el novembre del 2023 va ser un mes excepcionalment dinàmic) i, en menor mesura, per l'impacte de la DANA a la Comunitat Valenciana (per a més informació, vegeu el Focus «Impacte econòmic de les inundacions a la província de València», en aquest mateix informe). Finalment, l'arribada de turistes estrangers a l'octubre s'ha accelerat fins a una taxa interanual del 9,5%, en relació amb un creixement del 7,8% en el 3T.

Pel costat de l'oferta, s'observen senyals mixtos: mentre la indústria anota una millora després de la feblesa de la primera part de l'any, els serveis mostren una certa pèrdua de dinamisme. Així, l'índex PMI del sector manufacturer va registrar una mitjana de 53,8 punts a l'octubre-novembre, clarament per damunt del llindar que marca creixement (50) i de la xifra del 3T (51,5), mentre que l'indicador anàleg per al sector serveis s'ha afeblit lleugerament, fins als 54,0 punts de mitjana, des de l'inici del trimestre, des dels 55,2 punts del trimestre anterior. Com a resultat, l'índex compost es va situar en 54,2 punts, en relació amb els 54,4 punts en el 3T. Per la seva banda, la millora de l'activitat industrial també es percep en el repunt de l'índex de producció industrial, que va créixer l'1,9% interanual a l'octubre (el 0,6% en el 3T).

Malgrat la lleugera desacceleració anotada al novembre, el mercat laboral manté un bon comportament. Després del fort avanç registrat el mes anterior, la creació d'ocupació s'ha alentit lleugerament al novembre. Els afiliats van caure en 30.051 persones, quelcom habitual en aquest mes, però aquesta xifra supera les caigudes anotades al novembre de l'any passat (-11.583) i la mitjana prepanidèmia (-23.219 en el període 2014-2019). En termes desestacionalitzats, es continua creant ocupació (+13.116), de manera que el creixement intertrimes-

Espanya: PMI

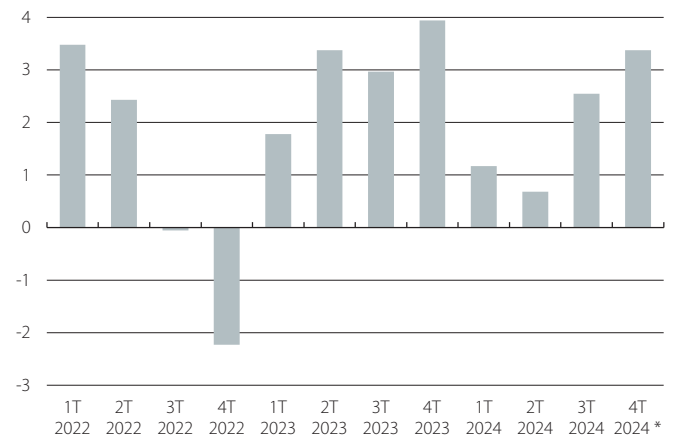
Nivell



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

Espanya: índex de comerç al detall

Variació interanual (%)

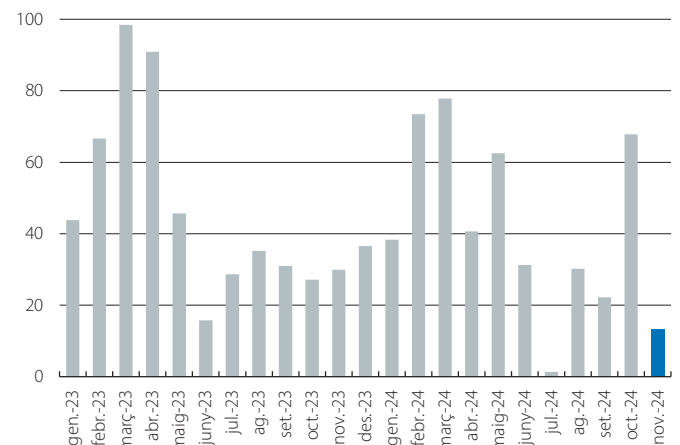


Notes: * Dada de l'octubre. Dades sense estacions de servei, en termes reals i corregides d'efectes estacionals i de calendari.

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

Espanya: variació mensual d'afiliats a la Seguretat Social

(Milers)



Nota: Dades desestacionalitzades.

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

tral de l’afiliació des del començament del 4T puja al 0,5%, en relació amb el 0,3% del trimestre anterior. Per la seva banda, l’atur registrat augmenta en 16.036 persones, fins als 2,586 milions, una caiguda inferior a la del novembre de l’any passat (-24.573), però que contrasta amb la pujada habitual en un mes de novembre (+1.506 de mitjana el 2014-2019).

La inflació repunta a causa dels components més volàtils. Després de la frenada de la inflació durant el 3T, tant a l’octubre com al novembre, hem assistit a un repunt provocat pel component energètic, tot i que les tendències de fons es mantenen a la baixa. En aquest sentit, segons la dada avançada, la inflació general es va situar en el 2,4% al novembre, 0,6 p. p. més que a l’octubre, impulsada per l’augment dels preus de l’electricitat i dels carburants, mentre que la taxa subjacent, que exclou l’energia i els aliments no elaborats, es va reduir 1 dècima, fins al 2,4%. La inflació encara els propers mesos amb bones perspectives, tot i que les pujades de l’IVA dels aliments essencials i de l’electricitat i la retirada de les bonificacions al transport, efectives a partir del gener, pressionaran a l’alça els preus.

Prosegueix l’augment del superàvit per compte corrent. El saldo de la balança per compte corrent fins al setembre, en termes acumulats de 12 mesos, llança un superàvit del 3,1% del PIB, 0,4 punts més que en el conjunt del 2023 i el millor registre des del 2016. Aquesta millora del saldo exterior s’explica, fonamentalment, per l’energia i pel turisme. D’una banda, el dèficit comercial de béns es va reduir fins al 2,1% del PIB (el -2,3% el 2023), gràcies a la correcció del dèficit energètic (el -1,9% vs. el -2,2%), en un context de caiguda prolongada dels preus (el -4,6% el 2024 i el -14,1% acumulat des del 2022), mentre que el dèficit de béns no energètics s’estabilitza en el 0,1% del PIB. Pel costat dels serveis, la balança dels no turístics anota un superàvit del 2,2% del PIB (el 2,3% l’any passat), mentre que el superàvit de turisme assoleix un nou rècord, amb el 4,3% del PIB (el 3,9% el 2023). Les dades més recents apunten al fet que el 2024 pot ser un altre any històric per al sector turístic: entre el gener i l’octubre, van arribar al nostre país gairebé 82,9 milions de turistes internacionals, que van gastar prop de 111.000 milions d’euros, la qual cosa representa un creixement del 10,8% i del 16,8% interanual, respectivament.

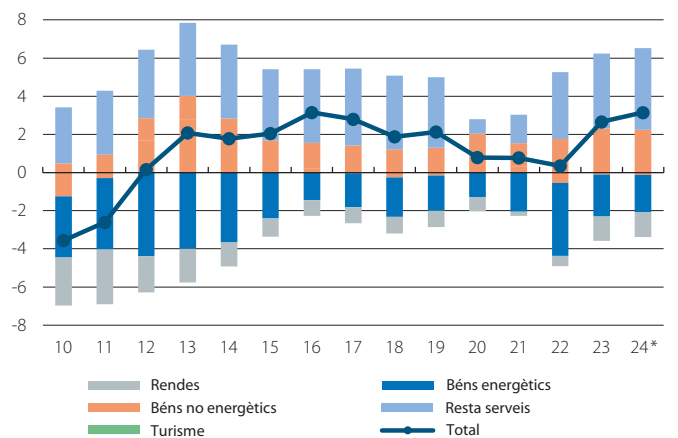
La compravenda d’habitatges es dispara. La compravenda d’habitatges va repuntar al setembre amb força (el 41,5% interanual) i de forma generalitzada per tipus d’habitatge (el 55% el nou i el 38% el de segona mà). Des de l’inici d’enguany, s’han tancat prop de 468.000 operacions, la qual cosa representa un increment del 3% en relació amb el mateix període del 2023 i reflecteix una recuperació clara de l’activitat en relació amb les caigudes registrades al llarg de l’any passat (el -10,2% de mitjana el 2023). Aquesta reactivació de les transaccions, combinada amb el menor dinamisme de l’oferta nova, introdueix pressions a l’alça sobre els preus. De fet, es van tornar a accelerar amb força en el 3T 2024, tant el valor taxat del Ministeri d’Habitatge i Agenda Urbana (el 6,0% interanual vs. el 5,7% anterior) com, sobretot, l’índex de preus de l’habitatge de l’INE (el 8,2% vs. el 7,8%).

Espanya: IPC
Variació interanual (%)



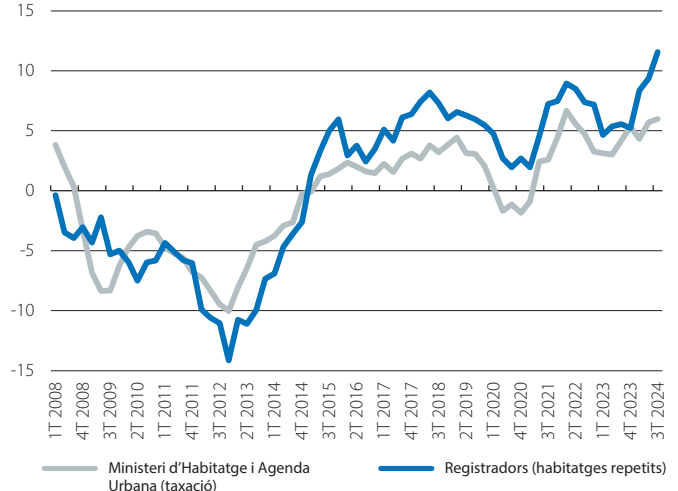
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l’INE.

Espanya: balança per compte corrent
(% del PIB)



Notes: * Dada acumulada de 12 mesos fins al setembre. Dades de béns segons la classificació CUCI.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d’Espanya.

Espanya: preu de l’habitatge
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d’Habitatge i Agenda Urbana i de l’INE.

Impacte econòmic de les inundacions a la província de València

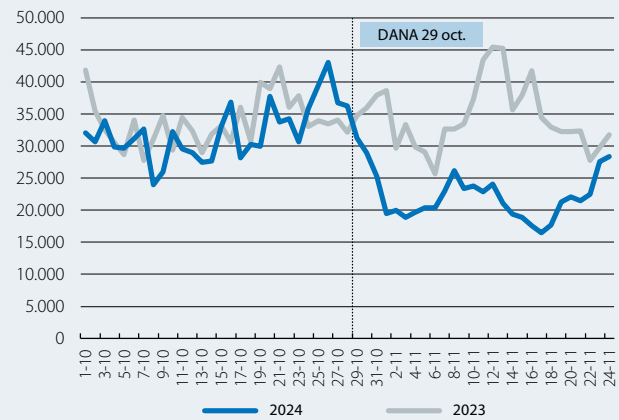
Les conseqüències econòmiques de les inundacions provocades per la DANA del 29 d'octubre del 2024 a València són difícils d'estimar, però la informació disponible ens permet fer una primera aproximació del seu impacte sobre l'activitat econòmica. Com veurem amb més detall tot seguit, preveiem que l'impacte sobre el creixement del PIB serà negatiu en el 4T d'enguany, però no creiem que posi en risc la nostra previsió del 2,8% per al conjunt d'Espanya el 2024. De cara al 2025, els treballs de rehabilitació i de reconstrucció i les compres de béns duradors (mobiliari, electrodomèstics, vehicles, etc.) haurien de representar una aportació neta positiva al creixement del PIB del conjunt de l'economia espanyola.¹

Zona afectada per la DANA i impacte per sectors d'activitat a València

La província de València aporta el 5% del PIB d'Espanya i el 53% del PIB de la Comunitat Valenciana. En termes de població, a la província hi viuen uns 2,66 milions de persones, 1 milió de les quals viuen als 75 municipis afectats per les inundacions.² D'aquests, n'hi ha 15 amb afectacions molt severes (zona zero), amb una població de 265.000 habitants, el 10% del total de la província i el 0,5% de la població espanyola.³

Els sectors que s'han vist més afectats per les inundacions són l'agrari, que representa el 2,2% del VAB de la província de València; la indústria manufacturera, amb un pes del 15,3% en l'estructura productiva de la regió, i el comerç, el transport i l'hoteleria i l'oci, que representen el 24% del VAB.

Exportacions del port de València (Tones)



Font: CaixaBank Research, a partir d'IMF Portwatch.

El sector que presenta el major grau d'afectació directa és l'agroalimentari: al voltant de la meitat de la superfície agrària útil està afectada, i les pèrdues de producció, que, a més a més, es trobava a la meitat de la campanya de recollida, arriben, en alguns casos, al 100%. Els productes més afectats han estat el caqui, els cítrics, l'arròs i les vinyes. Una valoració provisional del Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació estima que 49.000 productors i 70.000 hectàrees van ser afectats pel temporal.⁴

La indústria té també un pes elevat a la zona afectada per la DANA. En concret, la zona concentra el 2,7% de les empreses industrials i el 3,6% de l'ocupació a la indústria

Població i despesa presencial amb targetes espanyoles a la zona afectada

Afectació	Nombre de municipis	Població		Despesa targetes espanyoles (de l'1 al 28 oct.)		
		Habitants	(% província)	(% Espanya)	(% província)	(% Espanya)
Municipis afectats *	75	1.006.282	37,9	2,1	30,4	1,5
Zona zero	15	265.044	10,0	0,5	9,6	0,5
Resta d'afectats	60	741.238	27,9	1,5	20,8	1,0
Municipis no afectats	191	1.650.009	62,1	3,4	69,6	3,4
Província de València	266	2.656.291	100,0	5,5	100,0	4,9

Notas: * Els municipis afectats són els 75 municipis de la província de València inclosos a l'RD 6/2024. Els 15 municipis de la zona zero es prenen de l'informe «Dades econòmiques de les empreses industrials, construcció i serveis dels 68 municipis més afectats per la DANA», de la Cambra de València, publicat el 6 de novembre.

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

1. Notí's que, quan es produeix un desastre natural, la destrucció de capital productiu no computa directament en el PIB, perquè representa una pèrdua de riquesa.
2. El Reial decret llei 6/2024, de 5 de novembre, pel qual s'adopten mesures urgents de resposta davant els danys causats per la depressió aïllada en nivells alts (DANA), inclou 74 municipis de la província de València més les pedanies del sud de la ciutat de València. També inclou tres municipis de fora de la província de València (Alahurín de la Torre, a Màlaga; Letur, a Albacete, i Mira, a Conca). La Generalitat Valenciana ha ampliat el llistat a 15 municipis més (resolució del 19 de novembre).
3. Els municipis de la zona zero es prenen de l'informe «Dades econòmiques de les empreses industrials, construcció i serveis dels 68 municipis més afectats per la DANA», de la Cambra de València, publicat el 6 de novembre. Els 15 municipis de la zona zero i el seu nombre d'habitants (entre parèntesis) són: Alaquàs (29.825), Albal (17.024), Aldaia (33.376), Alfafar (21.879), Algemesí (27.438), Benetússer (15.879), Beniparrell (2.074), Catarroja (29.316), Xiva (16.750), Llocnou de la Corona (124), Massanassa (10.146), Paiporta (27.184), Picanya (11.760), Sedaví (10.637) i Utiel (11.632).
4. Aquesta estimació inclou els 34 municipis de la província d'Almeria inclosos al Reial decret llei 7/2024.

del total d'Espanya, xifres que cal comparar amb el 2% del total d'empreses i amb l'1,9% de l'ocupació total. Les inundacions van negar polígons industrials i centres logístics, molts d'ells vinculats a l'activitat exportadora per via marítima: les dades diàries d'activitat portuària mostren una forta caiguda de les exportacions des del port de València després de la DANA (el -30% interanual en la primera setmana i el -47% en la segona), tot i que les últimes dades mostren una normalització dels fluxos comercials (el -5% interanual en els set dies fins al 24 de novembre).

El comerç al detall també s'ha vist molt afectat. Segons la Cambra de València,⁵ s'estima que més de 5.000 comerços podrien haver patit danys directes, dels quals el 67,6% haurien patit danys greus. A més a més, a les zones afectades, també es concentren uns 21.000 locals de serveis (hoteleria, perruqueries, acadèmies, clíniques, tallers, etc.), dels quals s'estima que el 42% poden haver patit danys greus.

Les dades internes de pagaments amb targetes de CaixaBank als TPV de la zona afectada permeten valorar l'abast i la intensitat de l'impacte inicial sobre el comerç i fer un seguiment del grau de recuperació a temps real a les zones segons el grau d'afectació. Així, en la primera setmana després de la DANA, més del 90% dels comerços de la zona zero no van poder obrir les portes, amb el conseqüent enfonsament de la facturació (el -83% interanual).⁶ A la resta de municipis afectats, però fora de la zona zero, l'impacte va ser significatiu, però de menor intensitat: el 30% dels comerços no van registrar activitat durant la primera setmana, però ràpidament van evolucionar de forma molt similar a la de la resta de municipis no afectats, i la seva facturació amb prou feines va recular (el -2% interanual en la primera setmana), a causa, possiblement, d'un efecte substitució dels comerços de la zona que sí que es van veure afectats.

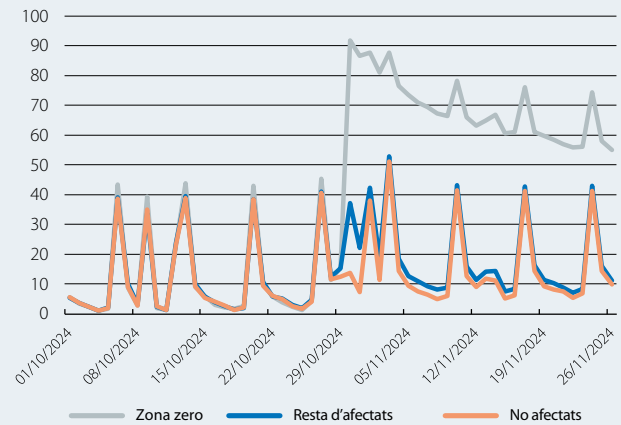
En canvi, la recuperació del comerç a la zona zero està sent molt lenta: en la setmana del 20 al 26 de novembre,⁷ la despesa presencial amb targetes espanyoles era encara el 60% inferior a la de la mateixa setmana de l'any passat. Per categoria de despesa, el comerç al detall (tèxtil, mobles, electrodomèstics, etc.) amb prou feines s'ha recuperat (el -85% interanual i el 76% dels comerços inactius). Oci i hoteleria mostra una lleugera millora en relació amb la primera setmana després de la DANA, però l'impacte continua sent molt significatiu (el -51% interanual en facturació i el 61% dels comerços inactius). En canvi, els comerços de primera necessitat (alimentació i farmàcies) mostren

5. Vegeu l'«Informe sobre l'avaluació provisional sobre els danys en l'activitat comercial detallista en els municipis afectats per la DANA», de la Cambra de Comerç de València, del 12 de novembre.

6. Aproximem els comerços tancats a partir del nombre de comerços sense activitat als TPV.

7. Última setmana amb dades disponibles en el moment d'escriure aquest article. El [Monitor de Consum de CaixaBank Research](#) conté actualitzacions setmanals d'aquestes dades, les quals es poden consultar a la nostra pàgina web.

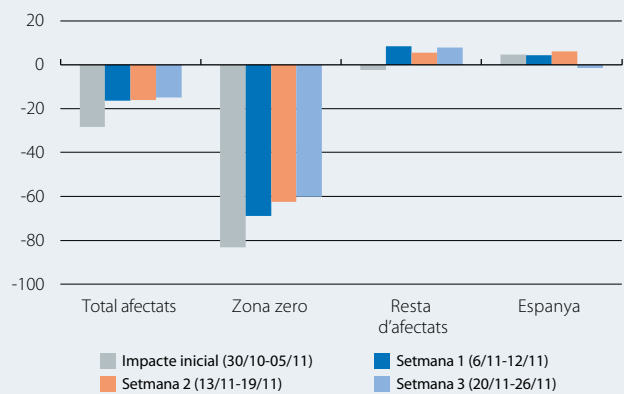
Comerços inactius a la província de València, per zona d'afectació de la DANA (% sobre el total) *



Notes: * Comerços sense activitat als TPV en el dia seleccionat. Els pics d'inactivitat previs a la DANA es corresponen amb diumenges i amb altres festius.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.

Despesa amb targetes domèstiques a l'àrea afectada

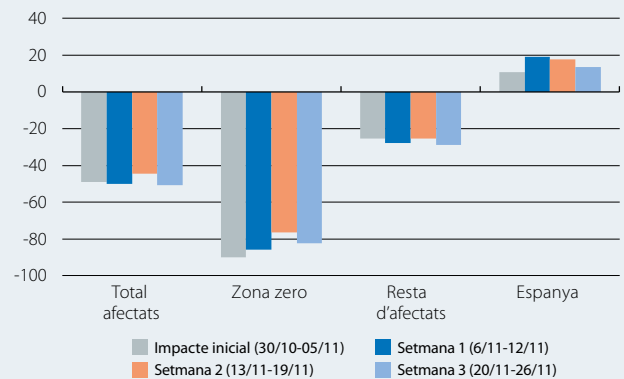
Variació en relació amb els mateixos dies de l'any passat (%)



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

Despesa presencial estrangera amb targeta a la província de València, per zona d'afectació de la DANA

Variació en relació amb els mateixos dies de l'any passat (%)



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

una trajectòria més positiva: el -42% interanual en facturació i el 45% de comerços inactius en la setmana del 20 al 26 de novembre, en relació amb el -71% en facturació i el 80% de comerços inactius en la primera setmana. La destrucció completa de molts locals en plantes baixes fa preveure que un percentatge d'aquests comerços, difícil de quantificar, es veurà abocat al tancament definitiu.

Per la seva banda, la despesa amb targetes estrangeres ens permet aproximar el grau d'afectació del sector turístic.⁸ En la primera setmana després de la DANA, la despesa dels estrangers es va desplomar a la zona zero (el -90% interanual), i el grau de recuperació està sent molt limitat (el -82% interanual en la setmana del 20 al 26 de novembre). La despesa internacional a la resta de municipis afectats va recular menys en la primera setmana (el -25% interanual), però no mostra signes de millora (el -29% en la setmana del 20 al 26 de novembre), una dada que contrasta amb l'increment de la despesa turística internacional al conjunt d'Espanya (el 14% interanual) i que es pot atribuir, possiblement, a l'impacte de les inundacions sobre les infraestructures necessàries per al transport de turistes i a l'efecte negatiu de les notícies de la catàstrofe sobre els visitants potencials. En tot cas, l'impacte sobre les infraestructures turístiques i sobre la planta hotelera ha estat limitat, la qual cosa hauria de permetre que el sector turístic es reactivi en les properes setmanes.

Impacte macroeconòmic de la DANA

Estimem que la devastació de la DANA podria restar entre 1 i 2 dècimes al PIB espanyol del 4T 2024, una estimació subjecta a un alt grau d'incertesa. S'assumeix un elevat grau d'afectació al sector primari, una afectació moderada a la indústria i més lleu al comerç (efecte substitució) en els dos últims mesos de l'any. Els treballs inicials de neteja i de reconstrucció moderaran l'impacte sobre l'activitat econòmica.

Pel que fa a l'estimació per al 2025, generalment, l'evidència empírica sobre l'impacte dels desastres naturals sobre el PIB troba que és limitat i transitori, tot i que l'impacte negatiu encara domina un any després.⁹ En tot cas, les estimacions estan subjectes a un elevat grau d'incertesa i dependran, en gran part, de la magnitud de l'esforç inversor en la reconstrucció i en la reposició del capital destruït, així com de les mesures de suport que s'implementin. En aquest sentit, el Govern ha aprovat mesures per un import de 16.600 milions d'euros entre ajudes, avals i inversions

(l'1,1% del PIB). L'impacte d'aquest paquet sobre el dèficit públic del 2024 hauria de ser poc material, ja que la major part de la despesa es materialitzarà el 2025, i, a més a més, 5.000 milions són avals gestionats per l'ICO. Estimem que el desplegament d'aquestes ajudes i les inversions per a la reconstrucció poden contribuir a un impacte positiu sobre el PIB espanyol el 2025 d'entre 1 i 3 dècimes (efecte ja net dels efectes disruptius que puguin perdurar en els propers trimestres).

En les properes setmanes, continuarem monitorant les despeses amb targetes a la província de València, per fer un seguiment en temps real de l'evolució del consum i del grau de reobertura del comerç a la zona afectada. Aquestes actualitzacions es poden consultar a la nostra pàgina web, al [monitor de consum de CaixaBank Research](#).

L'escalfament global fa preveure que els fenòmens climàtics extrems seran cada vegada més freqüents i de més intensitat. La devastació provocada per la DANA a València ens ha de fer reflexionar sobre la necessitat d'invertir en la mitigació de les conseqüències del canvi climàtic i en l'adaptació als seus efectes a les regions especialment vulnerables.

Eduard Alcobé, Zoel Martín i Judit Montoriol

8. Segons les dades internes de CaixaBank, la despesa turística internacional realitzada als municipis més afectats per la DANA (zona zero) representa el 7,3% de la despesa turística internacional de la província (a València ciutat, es realitza el 33% de la despesa). A la província, el pes de la despesa turística internacional i nacional es reparteix gairebé a parts iguals.

9. El Banc d'Espanya estima, mitjançant dos exercicis econòmics diferents, basats en dades històriques de desastres naturals i de l'huracà Katrina, un impacte negatiu de 0,2 p. p. sobre el PIB que no va a més un any després.

La sequera a Catalunya ha modificat la despesa en aigua de les llars?

Amb la tardor a punt d'arribar al seu final, la situació hidrològica a Catalunya es manté en estat d'alerta a causa de la sequera persistent que afecta les províncies de Barcelona i de Girona i una part de Tarragona. La situació hidrogràfica en aquesta àrea de Catalunya, que correspon a les conques internes, proveïdes, principalment, per les aigües dels rius Ter i Llobregat, contrasta amb la del territori proveït pel riu Ebre. La situació d'estrès hídric va començar el 2021 i va assolir el punt crític el 2023, quan la majoria de municipis de les conques internes es van declarar en estat d'excepcionalitat per sequera. Aquest estat s'activa quan el nivell de reserves d'aigua se situa per sota del 25% i indica un estrès hídric sever (vegeu el primer gràfic). En aquest article, analitzem fins a quin punt les llars catalanes van adoptar mesures per afrontar l'escassetat d'aigua després de la declaració de sequera als seus corresponents municipis entre el 2021 i el 2024. Utilitzant les dades detallades dels rebuts d'aigua domiciliats, hem pogut observar que les llars catalanes van reduir la despesa d'aigua en resposta a la sequera. La reducció de la despesa en aigua, a més a més, va variar en funció del nivell d'emergència hídrica i es va mantenir al llarg del temps.

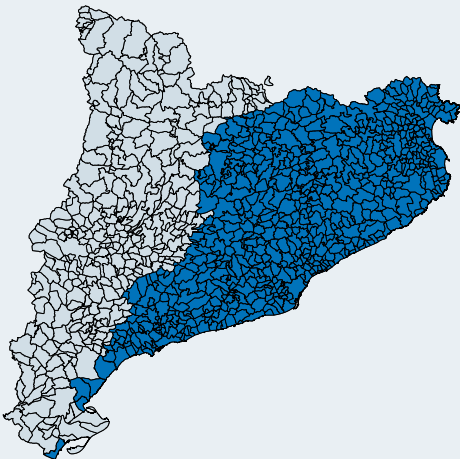
Per a aquesta anàlisi, utilitzem dades internes dels rebuts d'aigua domiciliats en comptes de CaixaBank, degudament anonimitzades, que proporcionen informació sobre

l'import pagat en cada rebut, la companyia subministradora i les característiques dels clients titulars del compte, com l'edat, els ingressos i el municipi de residència. Aquesta informació la combinem amb les dades hidrogràfiques (xarxa i conca de proveïment, estat de sequera, preu de l'aigua) i climàtiques (temperatura, precipitacions, nivell d'humitat) del municipi al qual pertanyen per estudiar els determinants del consum d'aigua de les llars catalanes.¹ D'aquesta manera, obtenim una font d'informació innovadora per estudiar com les llars van modificar la despesa en aigua com a resposta a la situació hidrogràfica.

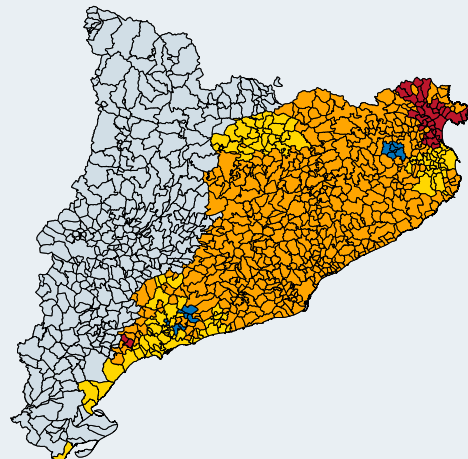
El rebut mitjà d'aigua se situa al voltant dels 48 euros a les conques internes i de 40 euros a les conques de l'Ebre (és a dir, la meitat de les llars paguen factures inferiors i l'altra meitat, superiors). No obstant això, la despesa d'aigua és molt heterogènia (vegeu el segon gràfic), i hi ha altres factors que afecten la despesa en aigua més enllà de l'estat de sequera, com, per exemple, l'estructura de la llar o els preus de l'aigua.² Per analitzar si les llars van canviar la despesa en funció de l'estat hidrogràfic a cada moment, és necessari tenir-los en compte. Per fer-ho, estímem un model economètric que inclou aquests factors³ i també l'estat hidrogràfic a cada moment. Dels nostres resultats es desprèn que una major gravetat en l'estat d'emergència a les conques internes està associada amb una reducció

Estat hidrogràfic a Catalunya (conques internes)

Estat de sequera al gener del 2021



Estat de sequera al setembre del 2023



■ Normalitat ■ Alerta ■ Excepcionalitat ■ Emergència

Font: Agència Catalana de l'Aigua.

1. En concret, la mostra de dades inclou tots els clients particulars a Catalunya amb rebuts d'aigua domiciliats amb freqüència bimensual o trimestral entre el març del 2021 i el setembre del 2024. La informació sobre els preus de cada companyia subministradora d'aigua prové de l'Agència Catalana de l'Aigua (ACA). La informació hidrogràfica i de l'estat de sequera a nivell d'unitat d'explotació prové de l'ACA per a les conques internes i de la Confederació Hidrogràfica de l'Ebre per a les de l'Ebre. La informació climàtica a nivell municipal prové de Copernicus Climate Change Service (C3S) Climate Data Store (CDS).

2. Reynaud, A. (2015), «Modelling Household Water Demand in Europe: Insights from a Cross-country Econometric Analyses of EU-28», Luxemburg, Publication Office of the European Union, 249 p.

3. En concret, estímem una regressió lineal amb efectes fixos d'alta dimensió (HDFE, per les sigles en anglès) que inclou les característiques de la llar (ingressos, edat del titular, nombre de rebuts i import del rebut anterior) i meteorològiques (humitat, temperatura i precipitacions del municipi), els preus i el nivell de sequera. A més a més, l'especificació també inclou efectes fixos de llar, de municipi i de mes de l'any.

ció de la despesa d'aigua entre l'1,5% i el 4%, un cop controlat pels preus a cada moment (vegeu el tercer gràfic).⁴ Aquests resultats coincideixen amb altres estudis,⁵ que van estimar l'impacte a l'àrea metropolitana de Barcelona d'un altre episodi de sequera (el 2004-2012), i mostren que les llars van reduir el consum en augmentar el nivell d'estrès hídric.

No obstant això, aquesta metodologia pot oferir una visió distorsionada de l'impacte de la sequera en agrupar en un mateix estat de sequera municipis que acaben d'entrar i municipis que porten més temps en aquesta situació. Per millorar l'estimació de l'impacte de la declaració de sequera sobre el consum d'aigua, utilitzem un mètode de diferències en diferències (DiD),⁶ que ens permet avaluar l'impacte d'una intervenció comparant els canvis entre un grup tractat en un període concret i un grup de control. En aquest cas, el tractament és l'entrada d'un municipi en la fase d'alerta o superior i el control en aquells municipis que no estan en fase d'alerta o superior.

Els resultats mostren que, efectivament, després de la declaració de sequera en un municipi, els seus habitants van reduir la despesa en aigua durant els mesos posteriors. L'impacte durant els 12 mesos posteriors a la declaració de sequera se situa al voltant del 5% sobre la despesa. Com podem observar al gràfic, aquest impacte és gradual i arriba al seu punt màxim sis mesos després de l'entrada en sequera, amb una reducció de gairebé el 10%. A partir dels sis mesos, l'efecte de la intervenció es modera. Aquest resultat, a més a més, es manté si tenim en compte altres factors, com la renda mitjana del municipi, els preus de l'aigua o el mes de l'any en què es va realitzar el consum.

En conclusió, l'ús de dades innovadores que combinen la informació de la despesa d'aigua amb l'estat hidrològic ens ha permès constatar que les llars catalanes han reduït de manera significativa el consum d'aigua durant l'episodi de sequera actual.

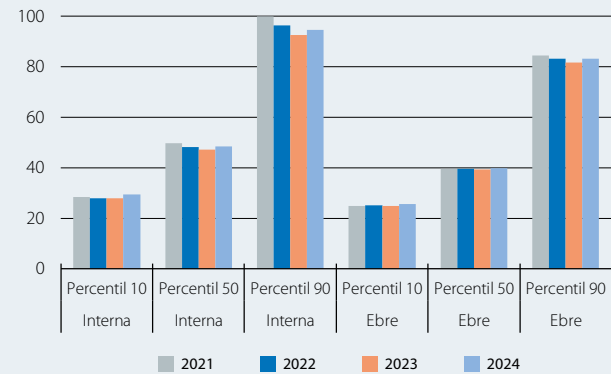
Zoel Martín Vilató i Josep Mestres Domènech

4. A les conques de l'Ebre, aquesta associació és més feble, ja que el nivell d'estrès hidrològic durant el període analitzat no va assolir una gravetat similar al de les conques internes durant el mateix període.

5. Bernardo, V., Fageda, X. i Termes, M. (2015), «Do droughts have long-term effects on water consumption? Evidence from the urban area of Barcelona», *Applied Economics*, 47(48), 5.131-5.146.

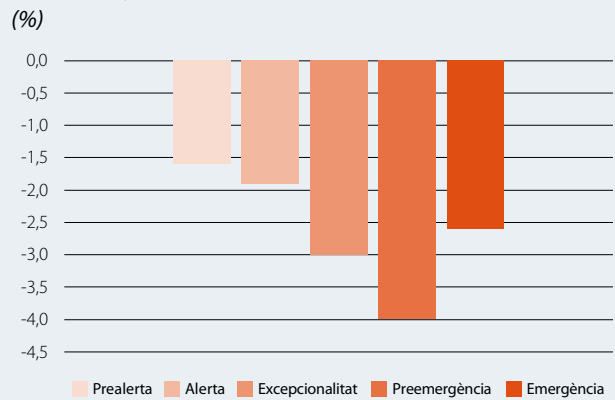
6. Callaway, B. i Sant'Anna, P. H. (2021), «Difference-in-differences with multiple time periods», *Journal of Econometrics*, 225(2), 200-230.

Import del rebut d'aigua domiciliat a Catalunya, per conca hidrogràfica (Euros)



Nota: Rebuts d'aigua domiciliats de clients particulars a Catalunya. Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

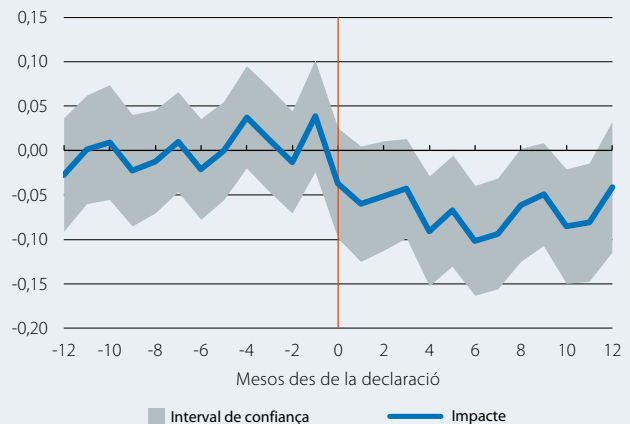
Variació en l'import del rebut associada a una major necessitat hídrica



Notes: Variació en relació amb un estat de normaltat hidrològica estimat a partir d'un model lineal amb efectes fixos d'alta dimensió per llar, per municipi i per mes a les conques internes. L'estimació de l'import dels rebuts d'aigua domiciliats controla per variables de la llar, de preus i de meteorologia. Vegeu més detalls a la nota 2 de l'article. Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Impacte sobre el consum d'aigua de la declaració de sequera

Variació en relació amb el grup de control (%)



Nota: Estimació mitjançant el mètode DiD desenvolupat per Callaway i Sant'Anna (2021) utilitzant com a grup de control els municipis de les conques de l'Ebre. Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes, de l'Agència Catalana de l'Aigua i del Copernicus Climate Change Service.

La rellevància dels intercanvis comercials de béns entre Espanya i els EUA

Després de la victòria de Donald Trump a les eleccions presidencials dels EUA, la política comercial restrictiva que ha anticipat podria incloure una pujada important d'aranzels, que tindria un notable efecte negatiu sobre Europa, atès que els aranzels actuals sobre les importacions europees són molt baixos. En el cas d'Espanya, l'impacte que aquesta mesura podria tenir és analitzat al Focus «[Impacte de la pujada d'aranzels sobre les exportacions espanyoles als EUA: quins sectors es poden veure més impactats?](#)», inclòs en aquest mateix informe, mentre que, en aquest article, ens centrem en el paper que juga l'economia nord-americana en les relacions comercials del nostre país. En general, podem afirmar que, fins i tot sent un soci comercial rellevant,¹ l'exposició d'Espanya als EUA és relativament baixa, tot i que hi ha una elevada heterogeneïtat entre sectors.

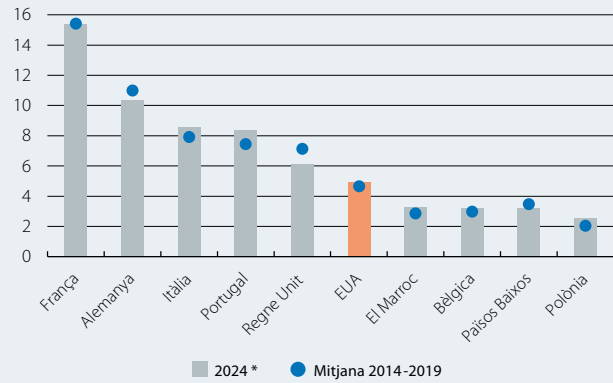
Pel costat de les exportacions, els EUA són la sisena destinació de les mercaderies espanyoles –el segon extracomunitari per darrere del Regne Unit–, amb 18.700 milions d'euros el 2024 (dades acumulades de 12 mesos fins al setembre), la qual cosa representa el 4,9% del total de les vendes de béns espanyols a l'exterior. Es tracta d'una xifra que ha crescut en els últims anys, des del 4,5% del període pre-pandèmia (mitjana del 2014-2019), tot i que queda lluny del pes que representa per a Itàlia (el 10,7%), per a Alemanya (el 9,9%) o per a França (el 7,3%). En termes de PIB, les exportacions espanyoles als EUA representen al voltant de l'1,3%, molt per sota de la mitjana de la zona de l'euro (el 3,1%) o de països com Alemanya i França, el 3,8% i l'1,6%, respectivament.

Per grups de productes, els més exportats són els béns d'equipament –sobretot, maquinària industrial i aparells elèctrics– i les semimanufactures –bàsicament productes químics–, que aglutinen prop del 60,0% del total. A una certa distància se situen els aliments (gairebé el 18,0%), amb un protagonisme especial dels olis i greixos.

Malgrat que el pes de les exportacions totals als EUA no sembla gaire elevat, si analitzem el paper del mercat nord-americà en funció dels productes exportats, s'observen algunes diferències. Així, hi ha béns en què la dependència del mercat nord-americà és més intensa. Per exemple, es destinen als EUA el 7,5% de les exportacions de béns d'equipament i el 5,6% de les de semimanufactures, amb la presència destacada, en el primer cas, dels motors (el 17,6%) i, en el segon, del material de construcció (el 13,5%). En el cas dels aliments, tot i que, en conjunt, se situen per sota de la mitjana (el 4,7% de les vendes es dirigeixen als EUA), destaquen els olis i greixos, amb el 14,0%.

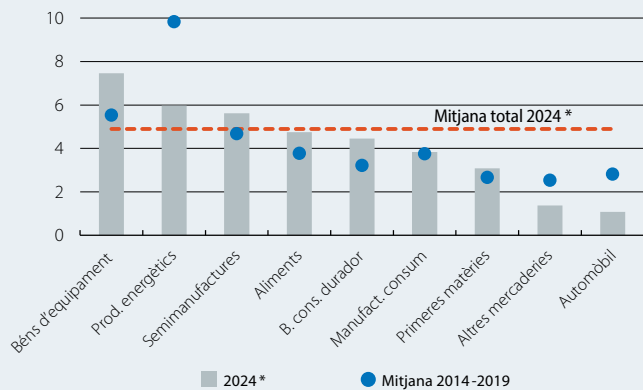
1. Si considerem els intercanvis comercials totals (exportacions i importacions), els EUA són el sisè soci comercial d'Espanya i el segon extracomunitari, només per darrere de la Xina.

Espanya: principals destinacions de les exportacions de mercaderies
(% sobre el total)



Nota: * Dades acumulades de 12 mesos fins al setembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex.

Espanya: exportacions de mercaderies als EUA per grups de productes
(% sobre les exportacions totals de cada producte)



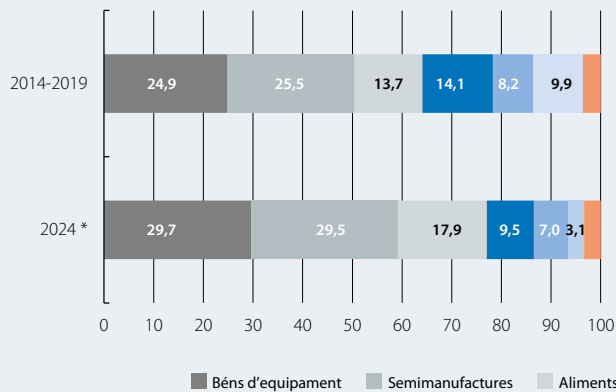
Nota: * Dades acumulades de 12 mesos fins al setembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex.

En analitzar l'evolució més recent de les exportacions als EUA, s'observa que han interromput la forta senda expansiva iniciada després de la pandèmia i acumulen dos anys de reculades, el 0,3% el 2023 i l'1,2% interanual al gener-setembre d'enguany. En tot cas, en relació amb el període 2014-2019, el 2024 (dades anualitzades fins al setembre), han crescut el 55,0%, per damunt del 43,9% anotat pel total d'exportacions.

Al tercer gràfic, s'observa la contribució dels diferents grups de productes al creixement de les exportacions als EUA entre el 2014-2019 i el 2024 (dades acumulades fins al setembre). Gairebé tot el creixement d'aquest període s'explica per les principals partides (béns d'equipament, semimanufactures i aliments), que, en conseqüència, han augmentat el pes sobre el total. A un nivell més desagregat, destaquen els olis i greixos i, sobretot, els productes

Espanya: exportacions per grups de productes als EUA

Pes sobre el total (%)



Nota: * Acumulat de 12 mesos fins al setembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex.

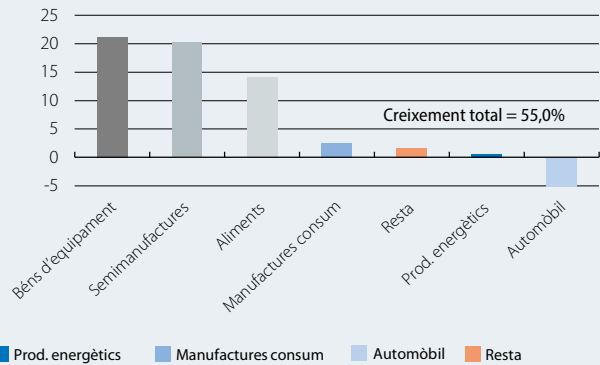
químics, que aporten al creixement 6,3 i 12,9 punts, respectivament (és a dir, tots dos expliquen el 35% del creixement total). En canvi, les úniques exportacions que han contribuït de manera negativa han estat les del sector de l'automòbil, que han vist reduir de forma considerable la seva quota fins al 3,1%, menys de la tercera part que el 2014-2019.

Pel que fa a les importacions procedents dels EUA, ascendeixen el 2024 (dades anualitzades fins al setembre) a 28.380 milions d'euros, el 6,7% del total, la qual cosa converteix el país en el nostre cinquè proveïdor –segon extracomunitari després de la Xina–. Aquest percentatge ha augmentat en els últims anys de forma relativament intensa, des del 4,5% del 2014-2019. Espanya compra als EUA, principalment, productes energètics (el 35,2% del total), semimanufactures (el 29,2%), sobretot productes químics, i béns d'equipament (el 21,4%), en especial material de transport i motors.

Un esment especial mereixen les importacions energètiques, que, després de l'esclat de la guerra a Ucraïna, s'han disparat, impulsades per les compres de gas natural líquid (GNL).² En aquest sentit, Espanya compra en l'actualitat als EUA la sisena part de les importacions totals d'energia –quan, abans de la pandèmia, el pes era del 3,5%– i el 8,6% de les de semimanufactures, en especial productes químics (l'11,5%). Pel que fa als béns d'equipament, on el pes de les compres procedents dels EUA és similar a la mitjana (el 6,4%), destaquen els aparells de precisió (l'11,4%), el material de transport (el 14,5%) i, sobretot, els motors (el 44,3%).

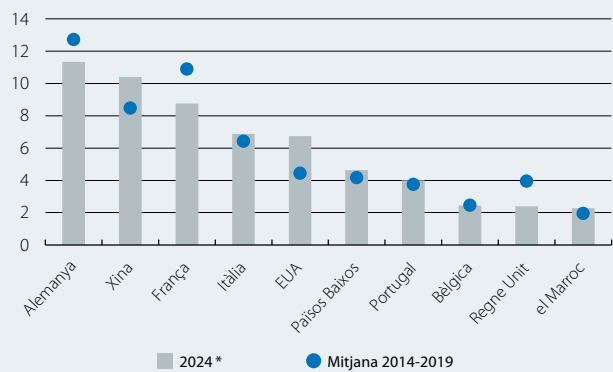
2. En un moment en què les circumstàncies obligaven a reduir la dependència energètica de Rússia, i aprofitant que Espanya és el país de la UE amb una major capacitat regasificadora (7 plantes), les importacions de GNL des dels EUA han passat de poc més d'1 milió de tones (273 milions d'euros) en la mitjana del 2014-2019 a 4,2 milions de tones (2.017 milions d'euros) el 2024 (dades anualitzades fins al setembre) i, el 2022, van assolir el màxim de 8,43 milions de tones i 8.905 milions d'euros.

Contribució al creixement del 2024* sobre la mitjana del 2014-2019 (p. p.)



Espanya: principals orígens de les importacions de mercaderies

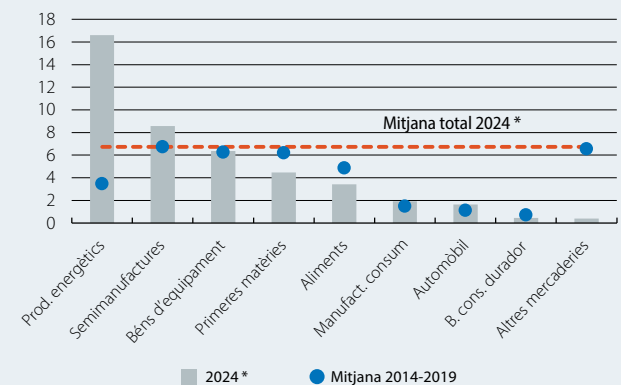
(% sobre el total)



Nota: * Dades acumulades de 12 mesos fins al setembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex.

Espanya: importacions de mercaderies procedents dels EUA per grups de productes

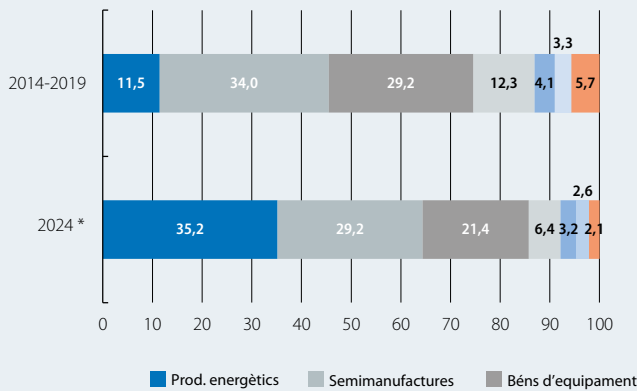
(% sobre les importacions totals de cada producte)



Nota: * Dades acumulades de 12 mesos fins al setembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex.

Espanya: importacions per grups de productes des dels EUA

Pes sobre el total (%)



Nota: * Acumulat de 12 mesos fins al setembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex.

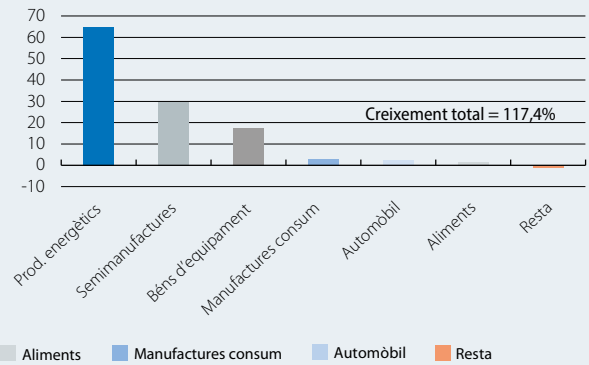
En els últims anys, les importacions dels EUA han seguit un patró similar al comentat més amunt per a les exportacions: una caiguda intensa el 2023 (el -16,3%) i un lleuger repunt enguany (el 0,5% interanual al gener-setembre), que no han contrarestat l'extraordinari creixement del 2021-2022, de manera que, amb dades acumulades de 12 mesos fins al setembre del 2024, dupliquen amb escreix la mitjana del 2014-2019 (la superen en un 117,4%, en relació amb el 43,9% per al total d'importacions).

Més de la meitat del creixement acumulat per les importacions entre el 2014-2019 i el 2024 l'explica el component energètic, que ha triplicat el seu pes sobre el total i s'ha enfilat fins al 35,2% (és l'únic grup que augmenta la quota). A gran distància se situen les semimanufactures i els béns d'equipament: entre les primeres, destaquen els productes químics, que expliquen prop del 25% del creixement total de les importacions.

Finalment, els intercanvis comercials amb els EUA llancen tradicionalment un balanç deficitari per a Espanya, que, en els últims anys, s'ha ampliat de forma molt notable, condicionat pel saldo energètic. Així, el 2024, el dèficit (9.644 milions d'euros, dels quals 8.212 milions procedeixen de l'energia) és 10 vegades superior a la mitjana del 2014-2019 (972 milions) i el segon més voluminós per al nostre país, només superat, a molta distància, pel dèficit amb la Xina (36.287 milions).

Sergio Díaz Valverde

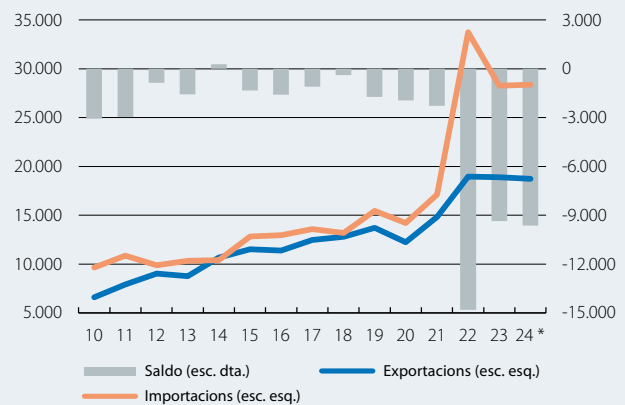
Contribució al creixement del 2024* sobre la mitjana del 2014-2019 (p. p.)



Espanya: intercanvis comercials amb els EUA

(Milions d'euros)

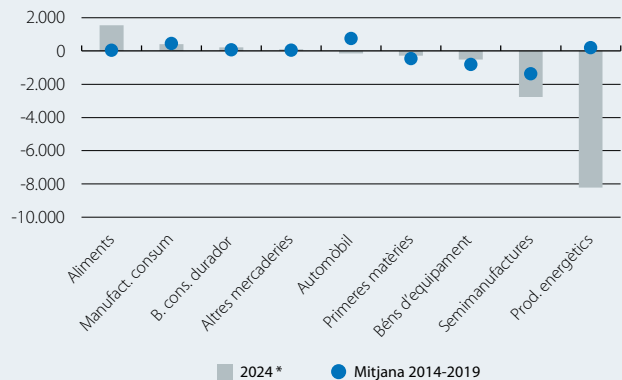
(Milions d'euros)



Nota: * Dades acumulades de 12 mesos fins al setembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex.

Espanya: saldo comercial amb els EUA per grups de productes

(Milions d'euros)



Nota: * Dades acumulades de 12 mesos fins al setembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex.

Impacte de la pujada d'aranzels sobre les exportacions espanyoles als EUA: quins sectors es poden veure més impactats?

A Espanya, el 2023, les exportacions de béns cap als EUA van representar el 4,9% del total d'exportacions i l'1,25% del PIB. Com hem vist al Focus anterior, l'exposició d'Espanya als EUA és relativament baixa, tot i que hi ha una heterogeneïtat substancial entre sectors.

Els aranzels que, en l'actualitat, apliquen els EUA a les exportacions espanyoles varien de forma considerable en funció del producte. En el cas d'Espanya, els aranzels *ad valorem*¹ aplicats corresponen al règim de nació més afavorida (*most favored nation*), l'aranzel general no discriminatori dels EUA sempre que el producte no estigui subjecte a restriccions especials. Un exemple recent serien els aranzels que els EUA van imposar sobre determinats productes agroalimentaris espanyols entre l'octubre del 2019 i el març del 2021 arran de la disputa sobre les ajudes d'estat al sector aeronàutic.²

Per avaluar l'impacte d'un increment fins al 10% en els aranzels *ad valorem* proposat per la nova Administració Trump, és fonamental considerar dos aspectes clau: el nivell inicial de cada aranzel i la importància del mercat

nord-americà per a les exportacions de cada producte. Així, per a cada producte (classificació HS a 6 dígit), calculem l'impacte d'augmentar l'aranzel del nivell actual al 10%,³ tenint en compte el valor de les exportacions de cada producte. Tot seguit, agreguem el resultat per les categories de les negociacions comercials multilaterals de l'OMC.

Com ho mostra la taula, els sectors amb una alta exposició a l'augment d'aranzels (més exportacions als EUA i aranzels actuals per sota del 10%) són: producció de béns de capital (maquinària mecànica, d'oficina i informàtica, maquinària elèctrica i equips electrònics), minerals i metalls, i productes químics. Aquests sectors combinen baixos nivells aranzelaris inicials amb una major exposició relativa al mercat nord-americà, la qual cosa amplifica l'impacte de qualsevol increment aranzelari. D'altra banda, l'equipament de transport es veurà menys afectat, ja que, de mitjana, els aranzels actuals ja superen el 10%, però sí que estímem un lleuger impacte positiu, perquè, en l'actualitat, dins aquesta categoria, alguns productes tenen un aranzel inferior al 10%.

Exportacions espanyoles de béns cap als EUA i impacte estimat d'un increment de l'aranzel al 10% i al 20%

	Exportacions totals		Exportacions als EUA			Aranzel actual (Ponderat pel valor de les exportacions)	Impacte aranzel del 10% (M€)	Impacte aranzel del 20% (M€)
	(M€)	(% total)	(M€)	(% total)	(% Espanya)			
Màquines i aparells mecànics, d'oficina i informàtica	26.619	6,9	2.728	14,4	10,2	0,8	251	523
Minerals i metalls	51.429	13,4	2.978	15,8	5,8	2,4	226	523
Productes químics	63.701	16,6	2.678	14,2	4,2	1,9	217	485
Màquines i aparells elèctrics i material electrònic	21.503	5,6	1.715	9,1	8,0	0,6	162	333
Material de transport	69.030	18,0	1.583	8,4	2,3	10,7	85	179
Llavors oleaginoses, greixos i olis	7.221	1,9	824	4,4	11,4	0,5	79	160
Altres manufactures	13.031	3,4	718	3,8	5,5	1,1	64	136
Petroli	19.734	5,1	2.015	10,7	10,2	7,0	61	263
Fusta, paper, mobles	11.387	3,0	508	2,7	4,5	0,9	46	97
Altres	100.034	26,1	3.157	16,7	3,2	–	198	481
Total	383.689	100	18.904	100	4,9	3,1	1.388	3.181
(% del PIB)	25,6		1,3				0,09	0,21

Notes: Les dades d'aranzels provenen de l'OMC i fan referència a l'aranzel efectiu a la nació més afavorida. Les dades d'exportacions provenen de Datacomex (Duanes). L'anàlisi es realitza amb els productes a sis dígit. A la taula s'agreguen en funció de les categories NCM, definides per l'OMC segons l'Harmonized Commodity Description and Coding System (HS).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OMC i de Datacomex del 2023.

1. Aranzel com a percentatge del preu del producte.

2. La mesura va afectar 33 productes agroalimentaris i aeronaus. El valor de les exportacions als EUA d'aquests productes era de 953 milions d'euros el 2019 (el 6,9% del total de les exportacions als EUA). Al contrari del que caldria esperar, entre el 2019 i el 2021, les exportacions d'aquests productes cap als EUA van augmentar més que les destinades a altres països (el 15,3% amb destinació als EUA, en relació amb el 3,3% a la resta de destinacions). Les que més van augmentar van ser: oli d'oliva, vi i licors, avions i conserves de mol·luscos. En canvi, olives de taula, cítrics, carn porcina i alguns formatges es van veure penalitzats.

3. Si l'aranzel actual és superior al 10%, es manté el valor actual.

En conjunt, l'impacte directe estimat de l'augment dels aranzels al 10% ascendiria a uns 1.388 milions d'euros, xifra que equival al 0,1% del PIB. En un escenari d'augment aranzelari al 20%, l'impacte assoliria els 3.181 milions d'euros, el 0,2% del PIB. Cal assenyalar que aquestes estimacions només tenen en compte les exportacions directes d'Espanya cap als EUA. Hi ha altres canals que farien que l'impacte final fos major, en especial l'impacte indirecte del valor afegit per Espanya sobre les exportacions d'altres països als EUA. Per exemple, les exportacions de productes alemanys als EUA tenen un cert contingut de valor afegit produït a Espanya que es veuria afectat. En sentit contrari, l'impacte total final es podria suavitzar per una depreciació de l'euro enfront del dòlar nord-americà, per una transferència imperfecta dels aranzels als preus d'exportació de la UE i per una substitució parcial del comerç cap a països tercers.

Finalment, cal assenyalar que un escenari d'augment aranzelari homogeni sobre tots els països que exporten als EUA no seria tan nociu per a Espanya si el comparem, per exemple, amb un escenari d'aranzels més quirúrgics, ja que els preus relatius en relació amb els rivals comercials no canviarien de manera substancial.

Judit Montoriol i Anna Bahí

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Indústria									
Índex de producció industrial	2,0	-1,4	-1,3	-0,5	0,3	0,6	1,1	1,9	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-0,8	-6,5	-7,9	-5,1	-5,5	-3,0	-0,8	-8,0	-5,2
PMI de manufactures (valor)	51,0	48,0	45,9	50,7	52,8	51,5	53,0	54,5	53,1
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	0,6	0,5	0,5	6,2	14,0	17,0	17,0	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	14,8	-10,2	-10,2	-11,0	-10,0	-1,1	-1,1	...	...
Preu de l'habitatge	7,4	4,0	4,2	6,3	7,8	8,1	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	129,8	18,9	18,9	15,8	14,3	12,3	12,3	11,9	...
PMI de serveis (valor)	52,5	53,6	51,2	54,3	56,6	55,2	57,0	54,9	53,1
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,3	2,5	2,8	1,1	0,5	2,6	4,2	3,5	...
Matriculacions d'automòbils	-3,0	18,5	11,9	4,2	9,6	1,1	6,3	7,2	6,4
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-17,2	-14,4	-13,6	-12,3	...	...
Mercat de treball									
Població ocupada ²	3,6	3,1	3,6	3,0	2,0	1,8	-	-	-
Taxa d'atur (% de la població activa)	13,0	12,2	11,8	12,3	11,3	11,2	-	-	-
Afiliats a la Seguretat Social ³	3,9	2,7	2,6	2,6	2,4	2,3	2,3	2,5	2,4
PIB	6,2	2,7	2,3	2,6	3,2	3,4	-	-	-

Preus

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
General	8,4	3,5	3,3	3,1	3,5	2,2	1,5	1,8	2,4
Subjacent	5,2	6,0	4,5	3,5	3,0	2,6	2,4	2,5	2,4

Sector exterior

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	22,9	-1,4	-1,4	-6,9	-4,9	-1,8	-1,8	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	33,4	-7,2	-7,2	-9,8	-7,1	-3,1	-3,1	...	...
Saldo corrent	4,8	39,8	39,8	41,2	45,3	49,3	49,3	...	...
Béns i serveis	12,1	58,8	58,8	60,5	65,4	69,8	69,8	...	...
Rendes primàries i secundàries	-7,3	-19,1	-19,1	-19,2	-20,2	-20,5	-20,5	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	17,5	56,0	56,0	56,0	61,4	65,4	65,4	...	...

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	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	3,1	0,3	0,3	3,3	5,2	4,3	4,3	4,7	...
A la vista i preavis	3,6	-7,4	-7,4	-5,2	-1,9	-1,6	-1,6	-0,4	...
A termini i cessions temporals (repo)	-3,0	100,5	100,5	96,7	68,0	47,5	47,5	39,2	...
Dipòsits d'AP ⁵	-0,8	0,5	0,5	-4,6	-4,1	14,8	14,8	17,0	...
TOTAL	2,8	0,3	0,3	2,7	4,5	5,1	5,1	5,7	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	-0,4	-3,4	-3,4	-2,6	-1,3	-0,3	-0,3	0,1	...
Empreses no financeres	-0,7	-4,7	-4,7	-3,6	-1,8	-0,6	-0,6	-0,1	...
Llars - habitatges	-0,2	-3,2	-3,2	-2,5	-1,5	-0,7	-0,7	-0,3	...
Llars - altres finalitats	0,0	-0,5	-0,5	-0,1	0,7	1,2	1,2	1,9	...
Administracions públiques	0,6	-3,5	-3,5	-4,8	-2,7	-5,4	-5,4	-2,4	...
TOTAL	-0,3	-3,4	-3,4	-2,7	-1,4	-0,7	-0,7	0,0	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,5	3,5	3,5	3,6	3,4	...	...	...	...

Notes: 1. Dada deflactada, sense estacions de servei. 2. Estimació EPA. 3. Dades mitjanes mensuals. 4. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 5. Dipòsits públics, sense les cessions temporals (repo). 6. Dada final de 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.

La demanda interna a Portugal, vent en popa

El dinamisme de la demanda interna sosté el creixement del PIB en el 3T. L'INE portuguès va confirmar que l'economia va créixer el 0,2% intertrimestral, l'1,9% en taxa interanual en el 3T, amb una contribució important de la demanda interna, on destaca la solidesa del consum privat. No obstant això, la demanda externa va restar 0,78 p. p., a conseqüència d'un creixement més moderat de les exportacions (el 5,3%) que de les importacions (el 7%). El fort creixement de les importacions posa en relleu l'alta dependència de la demanda interna dels béns i dels serveis importats, que és el principal factor de risc per a l'actual previsió de creixement del PIB de CaixaBank Research per al 2024 (l'1,7%).

Per al 2025, preveiem un major to expansiu, amb un creixement del PIB del 2,3%, amb riscos a l'alça concentrats en l'activitat interna, gràcies a les bones perspectives del mercat laboral i de la inversió, que es beneficiarà d'uns costos de finançament més baixos i de l'impuls de les inversions associades als fons NGEU. El sector exterior continuarà sent el principal factor de risc a la baixa, a causa de les tensions geopolítiques i de la incertesa sobre l'impacte d'una política més proteccionista per part de l'Administració Trump.

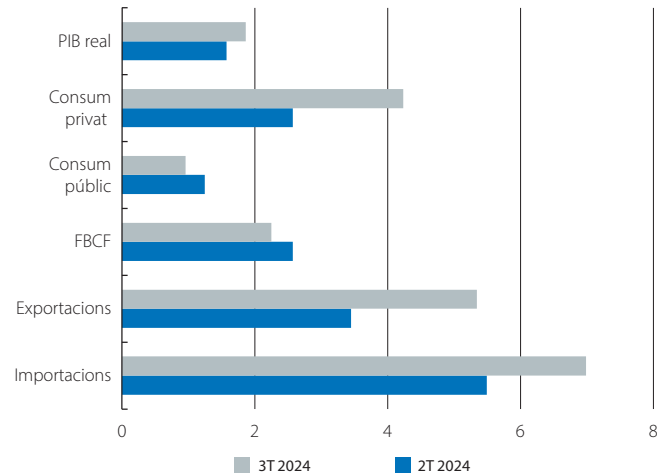
Inflació persistent al novembre. La inflació, segons la dada avançada, va repuntar al novembre fins al 2,5% des del 2,3% de l'octubre. Aquesta pujada s'explica, en gran part, pel component energètic, afectat per uns efectes base (l'índex energètic va caure amb intensitat al novembre del 2023) que és probable que es repeteixin al desembre. La taxa subjacent es va mantenir en el 2,6% i presenta una dinàmica més compatible amb l'estacionalitat històrica dels últims mesos. Per tant, mantenim la nostra previsió d'inflació mitjana del 2,4% per al conjunt del 2024.

L'ocupació torna a sorprendre i assoleix un nou rècord a l'octubre. Les dades desestacionalitzades mostren un augment interanual dels ocupats de l'1,4%, fins als 5,105 milions. Aquesta dinàmica va acompanyada d'un creixement salarial: la remuneració bruta mitjana per treballador en termes reals va augmentar més del 4% interanual en el 2T. Les dades més recents confirmen que, probablement, la pressió salarial continuarà en l'últim trimestre de l'any: a l'octubre, els salaris al comerç van augmentar el 6,0% interanual i van superar amb escreix l'augment de la inflació en el mateix període (el 2,3%).

Augment notable de l'estoc d'inversió exterior directa (IED), que puja al 70% del PIB en el 3T 2024. En concret, va assolir els 194.500 milions d'euros, el 5% més que al final del 2023. Els països que més han invertit a Portugal són Espanya, els Països Baixos i Luxemburg, i el principal sector és el financer, amb el 21% del total. La inversió en béns arrels ha anat guanyant importància, fins a assolir el 17,2% del total (el 13,9% el 2019), amb la presència destacada dels EUA i del Brasil, la inversió dels quals en aquests béns representa el 42,2% i el 43,5% de la IED total d'aquests països a Portugal (el 17,8% i el 29,7% el 2019).

Portugal: PIB i components

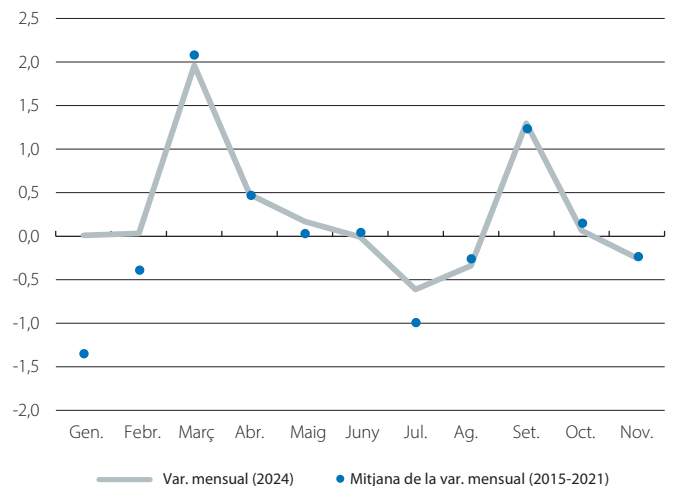
Variació interanual (%)



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

Portugal: inflació subjacent

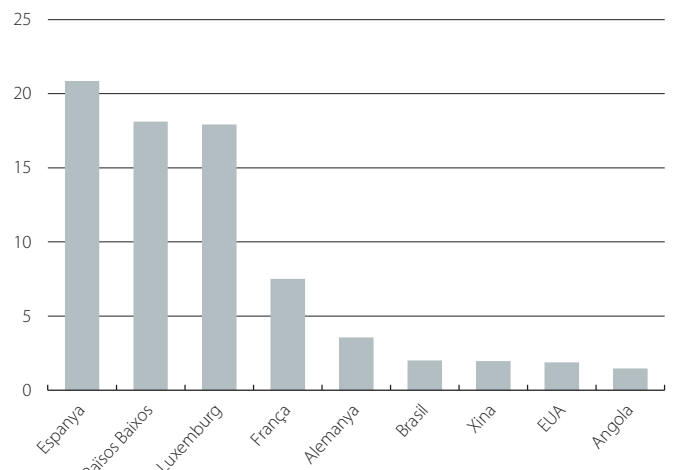
(%)



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

Portugal: distribució de l'estoc d'inversió directa de l'exterior per països

(% de l'estoc total)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc 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	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Índex coincident d'activitat	5,9	3,5	2,7	2,1	1,4	1,2	1,2	1,3	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	-3,1	-3,5	1,4	1,4	-0,8	2,7	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-3,4	-7,4	-9,3	-7,9	-6,7	-6,2	-5,5	-4,1	-3,5
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,2	7,5	4,9	-18,1	7,2	9,2	-2,1	...	...
Compravenda d'habitatges	1,3	-18,7	-11,4	-4,1	10,4	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	13,8	9,1	6,4	5,5	6,8	8,5	10,0	12,0	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	158,9	19,1	19,1	13,1	9,5	7,8	7,8	6,7	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	15,2	7,6	1,7	6,3	4,3	-0,4	0,8	5,5	12,3
Consum									
Vendes comerç al detall	5,5	1,1	0,6	1,8	2,2	4,3	4,9	6,4	...
Indicador coincident del consum privat	4,1	2,9	2,8	2,4	2,2	2,4	2,5	2,7	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-29,7	-28,6	-27,2	-24,6	-18,7	-14,3	-13,1	-13,9	-14,0
Mercat de treball									
Població ocupada	3,3	2,3	2,3	1,4	1,0	1,2	1,5	1,4	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,1	6,5	6,6	6,8	6,1	6,1	6,6	6,6	...
PIB	7,0	2,3	2,1	1,4	1,6	1,9	-	-	-

Preus

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
General	7,8	4,4	1,7	2,2	2,7	2,2	2,1	2,3	2,5
Subjacent	5,6	5,1	3,0	2,3	2,4	2,5	2,8	2,6	2,6

Sector exterior

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	23,2	-1,4	-1,4	-5,5	-3,7	0,9	0,9	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	31,7	-4,0	-4,0	-7,3	-5,6	-1,0	-1,0	...	...
Saldo corrent	-4,7	1,3	1,3	3,1	4,4	5,2	5,2	...	...
Béns i serveis	-4,8	3,3	3,3	4,6	5,2	5,8	5,8	...	...
Rendes primàries i secundàries	0,1	-2,0	-2,0	-1,5	-0,8	-0,7	-0,7	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	-2,5	5,0	5,0	6,9	8,0	8,5	8,5	...	...

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	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	6,4	-2,3	-2,3	2,7	5,6	6,0	6,0	6,5	...
A la vista i estalvi	12,0	-18,5	-18,5	-14,8	-8,6	-6,7	-6,7	-3,7	...
A termini i preavis	-1,2	22,2	22,2	27,1	24,0	20,9	20,9	17,9	...
Dipòsits d'AP	12,4	-12,4	-12,4	9,1	4,5	29,1	29,1	7,3	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,6	2,9	5,6	6,7	6,7	6,6	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,8	-1,5	-1,5	-0,8	-0,3	0,9	0,9	1,4	...
Empreses no financeres	-0,6	-2,1	-2,1	-1,7	-1,7	-1,0	-1,0	-0,6	...
Llars - habitatges	3,3	-1,4	-1,4	-0,7	0,1	1,5	1,5	2,1	...
Llars - altres finalitats	2,7	-0,3	-0,3	1,5	2,5	4,0	4,0	4,1	...
Administracions públiques	-2,7	-5,5	-5,5	5,9	-5,8	-4,1	-4,1	-3,8	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,7	-0,5	-0,5	0,8	0,8	1,2	...
Taxa de morositat (%)²	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	...	-	-	-

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.

Com es defineix i com es mesura la desigualtat?

La desigualtat econòmica preocupa els ciutadans: el 81% dels europeus creuen que les diferències dels ingressos són massa elevades i el 78% consideren que els Governos haurien d'adoptar més mesures per reduir-les (Eurobaròmetre, 2022).¹ En aquest Dossier, analitzarem la seva evolució en les últimes dècades, tant a nivell global com a Espanya. No obstant això, abans d'entrar en matèria, repassem les principals mètriques per seguir l'evolució de la desigualtat i també les diferents palanques que es poden utilitzar per promoure una distribució més equitativa dels ingressos.

Els ingressos són la principal variable que determina la prosperitat econòmica dels individus i, per aquest motiu, s'utilitzen per analitzar la desigualtat econòmica. Una de les mètriques més utilitzades és l'índex de Gini, a causa de la seva simplicitat i de la seva capacitat per resumir la dispersió dels ingressos en una única xifra. Aquest índex pren valors entre 0 (igualtat perfecta) i 100 (desigualtat màxima), la qual cosa facilita la comparació entre diferents països i períodes. L'índex de Gini és molt informatiu, tot i que té limitacions. Per exemple, no proporciona informació detallada sobre la distribució dels ingressos als extrems de la distribució. Per tenir una visió més completa, pot ser útil combinar aquesta mètrica² amb altres, com les ràtios d'ingressos per a diferents percentils de la distribució o el percentatge del total dels ingressos que rep l'1% de la població amb uns ingressos més elevats. Aquest últim indicador se centra en la concentració dels ingressos a la part superior de la distribució i proporciona una visió de la desigualtat extrema. Així mateix, és important destacar que la desigualtat d'ingressos no solament influeix en el benestar econòmic. La desigualtat de riquesa, per exemple, pot ser diferent de la desigualtat d'ingressos, però també és rellevant.

Un nivell diferent d'ingressos pot ser el resultat d'un nivell diferent d'esforç, de formació o d'emprenedoria. En una societat meritocràtica, és raonable que aquells que inverteixen més temps i més recursos en la seva formació o que assumeixen riscos empresarials rebin més recompenses econòmiques. No obstant això, una major desigualtat d'ingressos també pot ser el resultat d'una distribució no equitativa de les oportunitats, i, per tant, es frena l'ascensor social. Aquest segon motiu, a més a més, pot ser particularment nociu per a la cohesió social. La percepció d'injustícia i la falta de mobilitat social poden generar ressentiment i desconfiança en les institucions.

Així mateix, la desigualtat econòmica pot empènyer algunes persones a prendre decisions ineficients, ateses les seves preferències i les seves capacitats. Les persones amb uns ingressos baixos sovint fan front a restriccions severes en la seva capacitat per accedir a la informació i als recursos necessaris per prendre decisions tant en l'àmbit laboral com en el formatiu. Per exemple, poden no tenir temps per buscar les millors oportunitats laborals o per invertir en la seva educació, a causa de la necessitat de treballar moltes hores per cobrir les seves necessitats bàsiques. Aquesta situació no solament perpetua la desigualtat, sinó que també comporta una assignació ineficient dels recursos humans, la qual cosa pot afectar de forma negativa el creixement econòmic general. Així, mentre que algunes desigualtats d'ingressos poden ser justificables i beneficioses per a l'economia, per promoure una societat justa i cohesionada, és crucial abordar les desigualtats excessives o les que sorgeixen de la falta d'oportunitats.

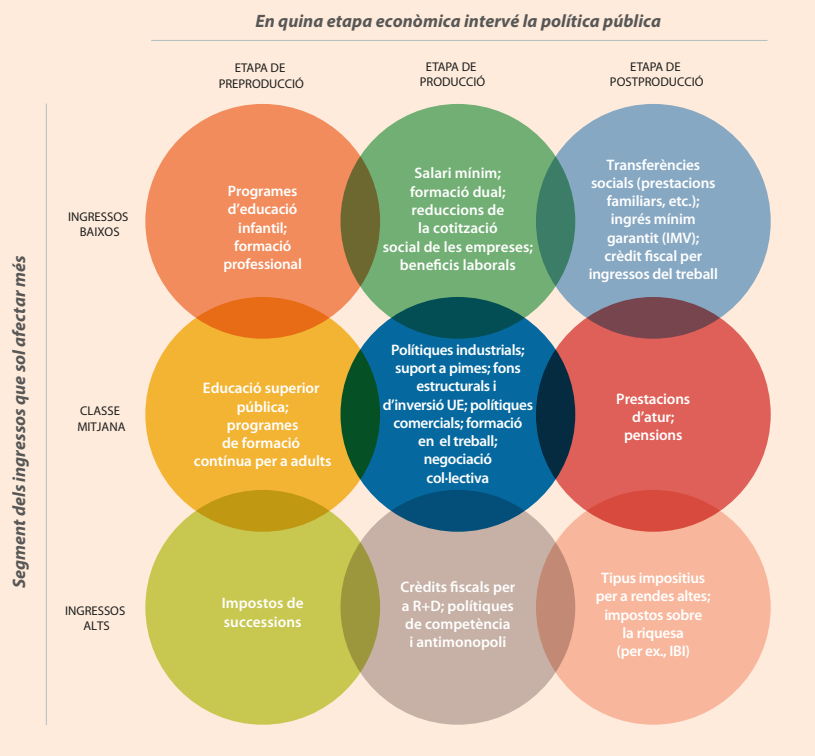
Tradicionalment, les polítiques per reduir la desigualtat s'han distingit en dos grups: les que actuen abans que una persona s'incorpori al mercat laboral i comenci a generar ingressos i les que actuen directament sobre la distribució dels ingressos. Així, les mesures de redistribució, principalment a través d'una imposició progressiva i d'un catàleg d'ajudes públiques, com els subsidis d'atur, els ERTO i l'ingrés mínim vital, entre d'altres, redueixen la desigualtat i modifiquen directament la desigualtat d'ingressos. En canvi, les polítiques públiques que tenen com a objectiu reduir la desigualtat ex-ante són les que fomenten la igualtat d'oportunitats i l'ocupabilitat. Les polítiques educatives, d'ocupació i socials contribueixen a una major mobilitat social i tenen una importància creixent. Per exemple, a nivell educatiu, actuar com més aviat millor mitjançant intervencions en la primera infància i en l'educació primària ajuda a una major igualtat d'oportunitats. Hi ha una tercera palanca que també està guanyant importància, en aquest cas arran de les conseqüències sobre la desigualtat que, en alguns casos, han produït el canvi tecnològic i la globalització. Aquestes són les mesures que actuen de forma directa en la que Rodrik i Stantcheva anomenen etapa de producció.³ En concret, són les polítiques enfocades a millorar la productivitat, la innovació i, en definitiva, el creixement dels sectors més afectats per aquestes tendències seculares, com les ajudes a l'R+D o les polítiques de competència.

1. Special Eurobarometer 529, «Fairness, inequality and inter-generational mobility in 2022», <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2652>.

2. Vegeu Jenkins, S. P. (2024), «Getting the measure of inequality», Oxford Open Economics, 3(Suppl. 1), i156-i166.

3. Vegeu Rodrik, D. i Stantcheva, S. (2021), «A policy matrix for inclusive prosperity», National Bureau of Economic Research, núm. w28736.

Palanques per reduir la desigualtat d'ingressos, en funció del moment d'intervenció pública i del segment d'ingressos objectiu



Nota: Cada política pot afectar més d'un segment i una etapa econòmica. La seva posició en el gràfic il·lustra quins grups hi estan més afectats.

Font: CaixaBank Research, adaptat a partir de les dades de Rodrik i Stantcheva (2020).

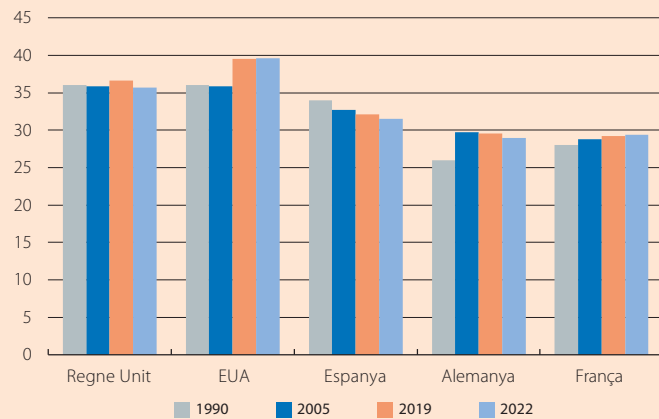
En definitiva, per assolir una prosperitat inclusiva, les polítiques públiques han d'actuar en múltiples dimensions en les anomenades etapes de preproducció, producció i postproducció (vegeu el gràfic) i disposen també de diferents instruments amb els quals incidir. És necessari un enfocament integral de les polítiques públiques per reduir les desigualtats existents, per intentar evitar que es perpetuïn en el temps i per fomentar una economia més equitativa i sostenible.

Oriol Aspachs i Josep Mestres Domènech

Desigualtat: llums llargs i llums curts

L'anàlisi de la desigualtat a nivell global en els 30 últims anys, contràriament a la percepció habitual d'increment de les desigualtats, mostra una història d'èxit: l'índex de Gini es va reduir de manera marcada i gairebé ininterrompuda entre el 1990 i el 2019. Això és degut al ràpid creixement econòmic de països emergents com la Xina i l'Índia, que ha permès treure de la pobresa milions de persones i augmentar la convergència d'ingressos entre països. La pandèmia de COVID-19 només va ser un fre momentani a aquesta evolució positiva en la desigualtat global (vegeu el primer gràfic). Segons el Banc Mundial, l'índex de Gini va augmentar en 0,7 punts en comparació amb un escenari sense pandèmia, una reculada que va desfer els avanços dels tres anys anteriors. Mentre que alguns països van aconseguir implementar mesures efectives per mitigar els

Desigualtat d'ingressos: índex de Gini



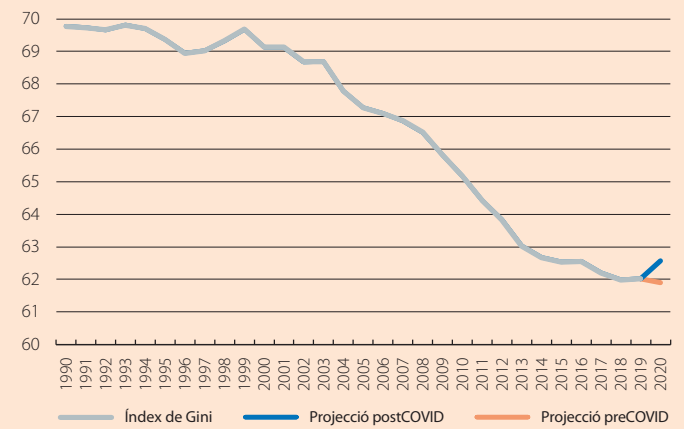
Nota: Índex de Gini després de les transferències públiques a nivell de llar.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (Income Distribution Database), de l'INE (Espanya, 1990) i de l'INSEE (França, 1990).

França i a Alemanya. Una visió similar emergeix de les mesures alternatives que es fixen en els extrems de la distribució dels ingressos. El percentatge del total de renda de l'1% de la població amb uns ingressos més elevats va augmentar als EUA del 14,7% el 1990 fins al 20,9% el 2022 i a França, del 9,3% al 12,7% (vegeu el tercer gràfic). De nou, la situació a Espanya ha estat diferent, ja que el percentatge del total de renda de l'1% de la població amb uns ingressos més elevats el 2022 es va situar en el 10,0%, 1,7 p. p. per sota del nivell del 1990.

Cal assenyalar que, durant la pandèmia de COVID-19, la desigualtat d'ingressos després de les transferències es va reduir als països desenvolupats a causa dels programes massius de suport d'ingressos desplegats (com va ser el cas dels ERTO a Espanya). Sense les ajudes públiques, però, els ingressos de les famílies treballadores s'haurien reduït de manera notable.²

1. Per al cas del Regne Unit, l'índex de Gini s'ha mantingut en nivells similars en les tres últimes dècades, tot i que ha augmentat la desigualtat als extrems, recollida millor amb mesures com el percentatge de renda de l'1% amb uns ingressos més elevats.
2. Vegeu Stantcheva, S. (2022), «Inequalities in the times of a pandemic», *Economic Policy*, 37(109), 5-41.

Desigualtat d'ingressos global: índex de Gini

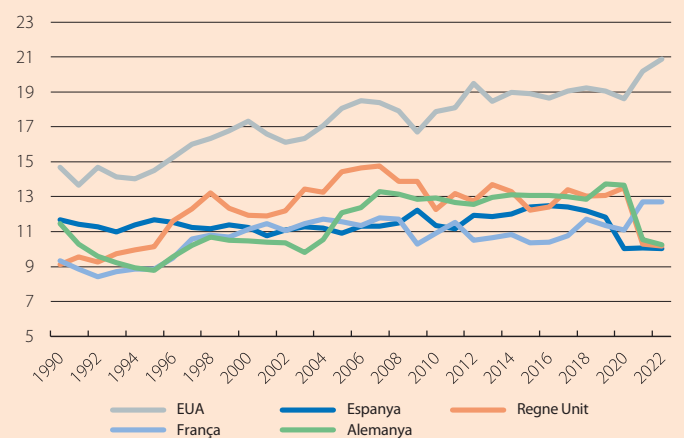


Nota: Per al 2020, els dos valors corresponen a projeccions estimades pel Banc Mundial.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del WorldBank (Atlas of Sustainable Development Goals 2023).

efectes negatius de la pandèmia, uns altres, en particular les economies més pobres, van veure com augmentaven la pobresa i la desigualtat.

No obstant això, l'anàlisi de la desigualtat dins els països, en particular als desenvolupats, mostra una imatge ben diferent. La desigualtat d'ingressos mesurada per l'índex de Gini ha augmentat en les tres últimes dècades en països com els EUA, Alemanya o, fins i tot, França (vegeu el segon gràfic).¹ Per al cas d'Espanya no ha estat així: el 2022, la desigualtat era inferior a la de tres dècades enrere, tot i que ha patit augmentats marcats en moments de crisi i es manté en nivells més elevats que a

Desigualtat d'ingressos: total d'ingressos en mans de l'1% de la població amb ingressos més elevats



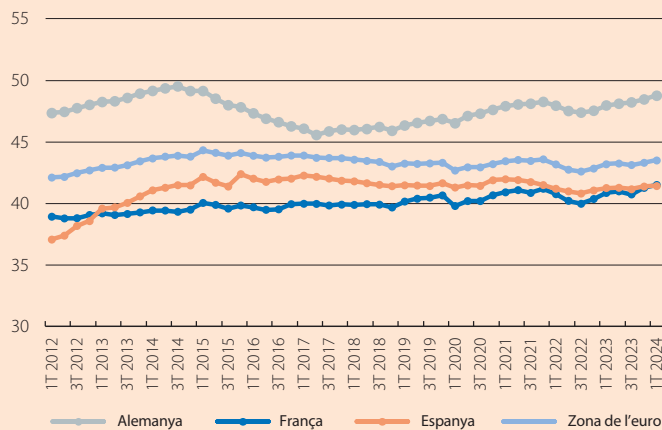
Nota: Proporció de la renda abans d'impostos de l'1% de la població amb ingressos més elevats sobre el total de la renda.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de World Inequality Database.

Un altre vector important de desigualtats econòmiques és la distribució dispar de la riquesa. La desigualtat de riquesa, en part, és resultat de l'acumulació de desigualtats d'ingressos, tot i que altres factors també hi influeixen, com la recepció d'herències o els tipus d'actius en què s'inverteix.³ Els canvis en els preus dels actius, com l'habitatge i els actius financers, afecten de manera diferent les llars en funció de la seva posició en la distribució de la riquesa. En general, les persones amb uns ingressos més elevats solen tenir una major proporció de la seva riquesa invertida en actius financers. Així, les llars amb un nivell més baix de riquesa solen ser més sensibles als canvis en els preus de l'habitatge, mentre que les llars més riques se solen veure més afectades pels canvis en la rendibilitat dels actius financers.

Si analitzem l'evolució de la desigualtat de riquesa, la situació és més homogènia entre els principals països de la zona de l'euro que en la desigualtat d'ingressos. En concret, l'índex de Gini va augmentar després de la crisi financera, però, des del 2015, s'ha reduït a la majoria de països (vegeu el quart gràfic). A Espanya, l'índex de Gini de la riquesa s'ha situat en els 67,2 punts el 2024, per sota del nivell de França (71,3 punts) o d'Alemanya (76,9 punts). Les mètriques que mesuren el percentatge de la riquesa en mans del 5% de la població amb més recursos (i, almenys, 1 milió d'euros en patrimoni) també mostren increments en la desigualtat de riquesa després de la crisi financera a la zona de l'euro i, en particular, a Espanya, però una major estabilitat a partir del 2015 fins al 2024 (vegeu el cinquè gràfic).

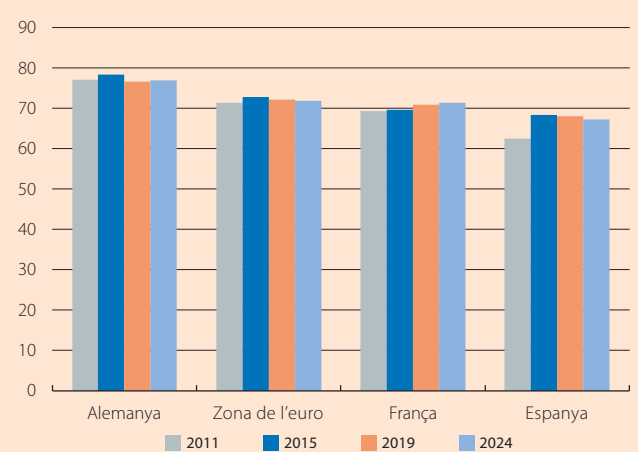
Desigualtat de riquesa: riquesa en poder del 5% de la població amb més recursos

(% de la riquesa de la població)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE (Distributional Wealth Accounts).

Desigualtat de riquesa: índex de Gini per països



Nota: Índex de Gini de riquesa neta a nivell de llar.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE (Distributional Wealth Accounts).

En resum, malgrat que la desigualtat d'ingressos ha mostrat tendències divergents a nivell global i dins els països desenvolupats, a la majoria de països, ha augmentat en els 30 últims anys, amb la destacable excepció d'Espanya. D'altra banda, la desigualtat de riquesa ha seguit una trajectòria més homogènia a la zona de l'euro, amb clars increments després de la crisi financera global, que s'han reduït de forma parcial des del 2015. Les dues variables són de crucial rellevància econòmica per a les llars, i és important seguir-ne l'evolució i adaptar les polítiques públiques a la realitat observada.

Oriol Aspachs i Josep Mestres Domènech

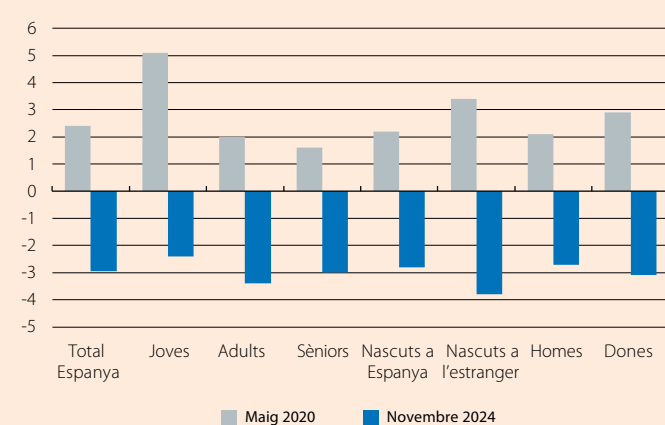
3. Vegeu BCE (2024), «Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households», ECB Economic Bulletin, Issue 5/2024.

La desigualtat d'ingressos es redueix a Espanya

L'evolució econòmica dels últims anys ha estat accidentada. En cinc anys, cinc xocs consecutius de primera magnitud: la pandèmia, la crisi a les cadenes globals de subministrament, la crisi energètica, el xoc inflacionista i l'augment dels tipus d'interès. Cadascun d'aquests xocs, a més de l'impacte sobre l'activitat econòmica a nivell agregat, podria tenir conseqüències molt severes en els col·lectius més vulnerables de la població. Sabem que la desigualtat va augmentar de manera important durant la pandèmia. Què ha succeït de llavors ençà? Per als països desenvolupats, disposem de dades fins al 2022, i, a la majoria d'ells, la desigualtat continua presentant una tendència a l'alça a llarg termini. En canvi, per a Espanya, disposem de dades fins al novembre del 2024, i el missatge, afortunadament, és molt diferent.

Durant la pandèmia, CaixaBank Research va desenvolupar un monitor per poder seguir en temps real l'evolució de la desigualtat en els ingressos salarials. De llavors ençà, l'hem continuat actualitzant mensualment a la nostra pàgina web. En concret, analitzem cada mes l'evolució dels milions de nòmines que s'ingressen a CaixaBank, degudament anonimitzades, així com de les transferències socials que es fan per prestació d'atur o d'ERTO. Tota aquesta informació la processem amb tècniques de *big data* per construir els principals indicadors de desigualtat.¹

Variació de l'índex de Gini a Espanya per col·lectius



Nota: Variació de l'índex de Gini (tenint en compte les transferències del sector públic) en relació amb el febrer del 2020, corregida per la variació estacional mitjana experimentada durant el mateix període el 2018 i el 2019.

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

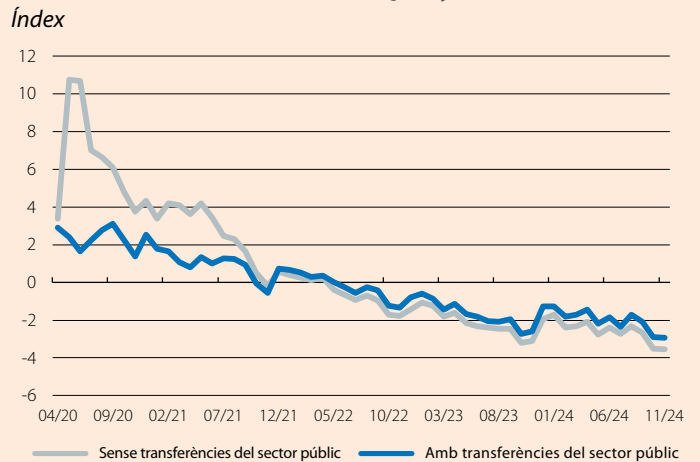
Canàries, van ser més impactades. En tots aquests casos, però, l'efecte esmorteïdor de les transferències del sector públic va ser molt important.

De llavors ençà, la desigualtat s'ha reduït de forma molt notable. El 2022, els diferents indicadors que segueixen la desigualtat d'ingressos ja es van situar en els nivells previs a la pandèmia.² El [monitor de CaixaBank Research](#) ja ho va avançar llavors, i les dades que s'han anat publicant ho han corroborat, la qual cosa augmenta la confiança en l'indicador desenvolupat per CaixaBank Research.

1. Vegeu <https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>.

2. Com, per exemple, l'índex de Gini dels ingressos de l'Enquesta de condicions de vida.

Variació de l'índex de Gini a Espanya



Notes: Variació de l'índex de Gini en relació amb el febrer del 2020, corregida per la variació estacional mitjana la experimentada durant el mateix període el 2018 i el 2019. L'índex de Gini es calcula a partir de la distribució mensual dels ingressos salarials abans i després de les transferències públiques.

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

Durant la pandèmia, vam poder observar el fort augment que es va produir en la desigualtat d'ingressos salarials. Així mateix, constatem que l'increment hauria estat encara més gran si no s'haguessin posat en marxa els diferents programes de suport. L'índex de Gini calculat sense tenir en compte les transferències del sector públic va augmentar en més de 10 punts entre els mesos de febrer i maig del 2020. En canvi, quan tenim en compte les transferències del sector públic, observem que l'augment va ser molt inferior, de 2,3 punts per al conjunt d'Espanya en aquells mesos. Una altra de les virtuts del monitor és la seva elevada granularitat, la qual cosa ens permet analitzar l'evolució de la desigualtat per grups d'edat, d'origen o també a les diferents comunitats autònomes (CA). Això permet constatar l'impacte diferencial que va tenir la pandèmia en tots aquests àmbits. Per exemple, observem que els col·lectius més afectats van ser les persones més joves i les persones nascudes fora d'Espanya. A nivell geogràfic, veiem que les CA en què els sectors de l'oci i la restauració tenen més pes, com les Balears o les

Des del 2022, l'indicador en temps real de CaixaBank Research mostra que la desigualtat ha mantingut la tendència a la baixa, tant al conjunt d'Espanya com també entre els diferents col·lectius i zones geogràfiques. Així, en el conjunt d'Espanya, al novembre, l'índex de Gini ja se situava 2,9 punts per sota dels nivells previs a la pandèmia. Mentre que, per edats, el descens és semblant, destaca la reducció de la desigualtat entre el col·lectiu de persones nascudes a l'estranger, que se situa ja 3,8 punts per sota dels registres previs a la pandèmia. A nivell geogràfic, destaca la bona evolució que presenten les comunitats amb un elevat pes del sector turístic, amb reduccions de la desigualtat que superen ja els 4 punts a les Balears i a les Canàries.

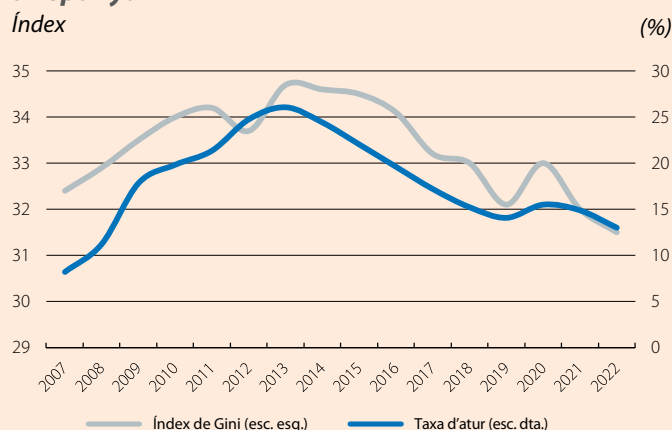
El descens de la desigualtat que s'ha produït en els últims anys és important. Això es posa de manifest quan analitzem l'evolució de l'índex de Gini des d'una perspectiva històrica o quan comparem els nivells que presenta a diferents països. En

general, l'índex de Gini sol ser força estable al llarg del temps. Per exemple, a Espanya, entre el 1990 i el 2019, va recular 1,9 punts. Als EUA, un dels països en què la desigualtat ha augmentat més, l'índex de Gini es va incrementar en 3,5 punts entre aquests mateixos dos anys. Atesa la bona evolució que presenta Espanya en els últims anys, és probable que, quan coneguem les dades per a Alemanya i per a França, constatem que s'ha aconseguit retallar sensiblement la distància amb aquests països, on l'índex de Gini es trobava 2,5 i 2,9 punts, respectivament, per sota del d'Espanya el 2019.

El principal factor que està permetent que la desigualtat es redueixi és el bon comportament del mercat laboral i, en especial, la reducció de la taxa d'atur. Com es pot observar al tercer gràfic, la relació entre les dues variables és molt estreta. En la mesura que la diferència entre no tenir feina i percebre uns ingressos laborals és notable, la reducció de la taxa d'atur es converteix en la variable clau per reduir la desigualtat. En concret, durant la pandèmia, el 90% dels canvis en l'índex de Gini els expliquen els moviments de la taxa d'atur.³ En tant que s'espera que l'economia espanyola continuï creixent en els pròxims anys i que la taxa d'atur es continuï reduint, la desigualtat hauria de continuar evolucionant de manera favorable.

Oriol Aspachs i Josep Mestres Domènech

Evolució de l'índex de Gini i de la taxa d'atur a Espanya



Nota: A l'Enquesta de condicions de vida, els ingressos que s'utilitzen en el càlcul de variables com les rendes i la taxa de risc de pobresa corresponen sempre a l'any anterior.

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

3. Vegeu (2022) «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from COVID-19 in Spain», Economic Policy, volum 37, número 109, gener.

Com ha evolucionat la classe mitjana a Espanya?

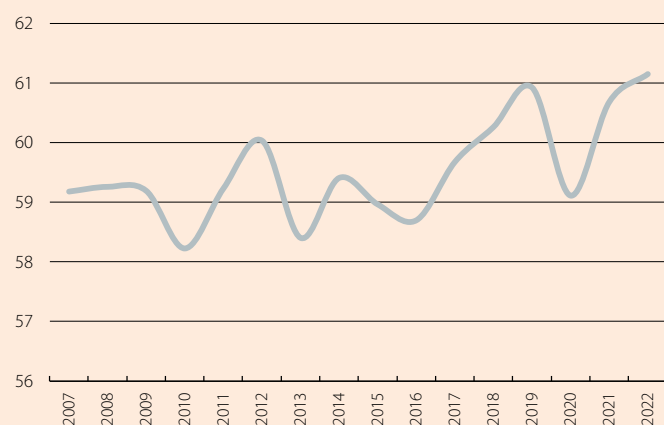
La classe mitjana és objecte recurrent d'escrutini. Del seu enfortiment, o de la seva feblesa, depenen els pilars que sostenen la societat. Una classe mitjana àmplia sol anar associada a una major cohesió social, a un millor funcionament de les institucions (i a una major confiança en elles) i a una major capacitat de creixement econòmic. Analitzar-ne l'evolució i la situació actual és, per tant, analitzar la situació dels fonaments de la societat.

No és una tasca senzilla, perquè no hi ha una única mètrica que resumeixi la situació de la classe mitjana en una única xifra. Hi ha diferents definicions, i, en qualsevol cas, cadascuna d'elles cal analitzar-la amb deteniment des de diferents angles. Algunes de les definicions de classe mitjana que s'han proposat, potser les més completes des d'un punt de vista conceptual, són molt difícils de mesurar. Per exemple, la proporció de persones que comparteixen uns determinats valors tenen una relativa estabilitat financera i una bona qualitat de vida. No obstant això, hi ha altres definicions menys àmplies, però més fàcils de quantificar. En aquest article, utilitzarem la mesura proposada per l'OCDE, que situa la classe mitjana en la proporció de la població que disposa d'uns ingressos que se situen entre el 75% i el 200% dels ingressos mitjans del conjunt de la població en cada any.¹

Com es pot observar al primer gràfic, no sembla que, en els últims anys, la dimensió de la classe mitjana a Espanya hagi experimentat grans canvis, malgrat que sí que es dibuixa una tendència gradual a l'alça. El 2007, abans de la crisi financera, el 59,2% de la població era de classe mitjana. Entre els anys 2014 i 2019, va fluctuar, de mitjana, al voltant del 59,7% i, el 2022 (últimes dades disponibles), havia augmentat fins al 61,1%. A més a més, aquest procés s'ha produït en paral·lel a una lleugera reducció tant de la classe baixa com de la classe alta. En concret, la proporció de persones de classe baixa va recular 0,6 p. p. entre el 2007 i el 2022, fins al 30,0%. Per la seva banda, la dimensió de la classe alta s'ha reduït en 1,4 p. p., fins al 8,8% de la població.

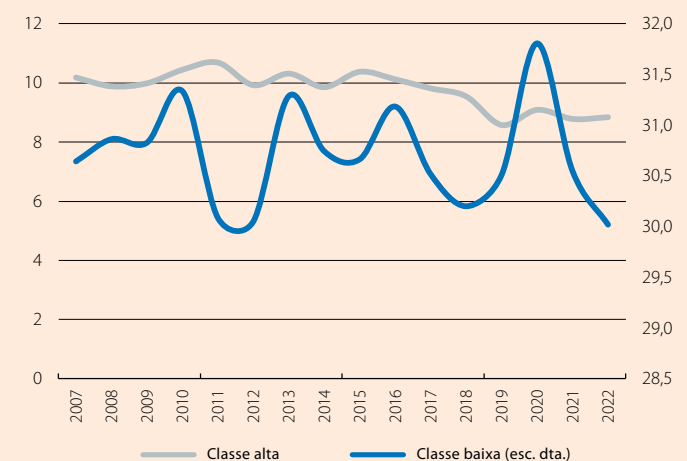
Malgrat el lleuger enfortiment de la classe mitjana que s'ha produït en els últims anys, la percepció és, sovint, la contrària. Què ho pot explicar? Una possible explicació és la pèrdua de poder adquisitiu que es va produir durant la crisi financera i immobiliària en el conjunt de la població i que va ser similar en tots els trams d'ingressos. A partir del 2009, els ingressos reals per llar van començar a baixar de forma pronunciada. Com es pot observar al segon gràfic, el 2013, ja eren més del 15% inferiors als del 2007, abans que esclatés la crisi financera. De tota manera, la caiguda que van experimentar els ingressos va ser similar entre les diferents classes. La recuperació posterior també va ser força similar, i no va ser fins a l'any 2022 que tots els grups van recuperar els nivells previs a la crisi financera. En la mesura que l'evolució dels ingressos ha estat similar entre els diferents grups, no hi ha hagut grans canvis en la dimensió de la classe mitjana en els últims anys.²

Espanya: el lent augment de la classe mitjana
(% de la població total)



Nota: Classe mitjana es defineix com les persones amb uns ingressos entre el 75% i el 200% de la mitjana.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (Enquesta de condicions de vida).

Espanya: el lent declivi de les classes alta i baixa
(% de la població total)



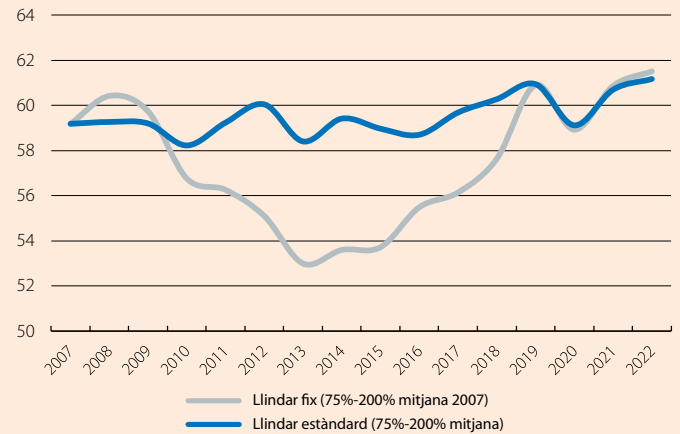
Nota: Classe baixa es defineix com les persones amb uns ingressos inferiors al 75% de la mitjana i classe alta, com les persones amb uns ingressos superiors al 200%.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (Enquesta de condicions de vida).

1. Per a una discussió més rica de les diferents mètriques de classe mitjana, vegeu l'article «[Qui és la classe mitjana?](#)», al Dossier de l'IM09/2019.

2. Els ingressos reals d'una llar de classe mitjana per unitat de consum corresponien a 18.865 euros el 2007, a 16.200 euros el 2013 i van tornar a assolir els 18.930 euros el 2022.

Amb l'objectiu d'aprofundir en la percepció que la classe mitjana s'ha afeblit en els 15 últims anys, analitzem com hauria canviat la classe mitjana si haguéssim mantingut fixos els llinars d'ingressos que delimiten les diferents classes en els nivells del 2007 (en lloc de variar-los cada any en funció de l'evolució de la distribució anual dels ingressos). Com es va produir una caiguda significativa dels ingressos, moltes persones van passar a tenir uns ingressos per sota del llindar que, el 2007, separava la classe baixa de la classe mitjana. Amb els llinars fixos, com es pot observar al segon gràfic, sí que s'observa una caiguda notable de la classe mitjana entre el 2008 i el 2013, del 59,2% al 53,0%, i una recuperació posterior. En la mesura que les persones ajusten les referències socials de manera gradual, és probable que això ajudi a explicar per què, malgrat que la classe mitjana amb prou feines ha variat en els últims anys, a vegades la percepció és una altra.

Espanya: evolució de la classe mitjana
(% de la població total)

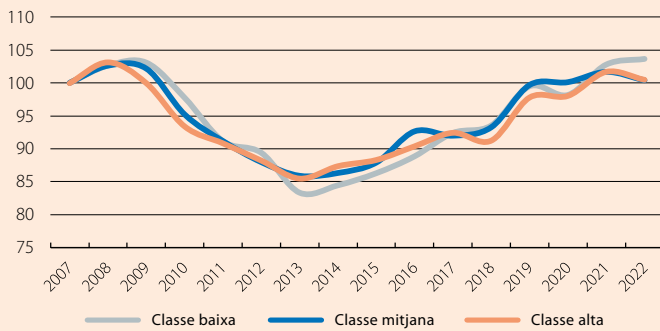


Nota: Classe mitjana es defineix com les persones amb uns ingressos entre el 75% i el 200% de la mitjana.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (Enquesta de condicions de vida).

Quan s'analitza l'evolució de la classe mitjana per edats també emergeixen diferències importants. Com es pot observar al tercer gràfic, entre els anys 2007 i 2022, s'ha reduït lleugerament la proporció de persones joves que pertanyen a la classe mitjana i ha augmentat de forma considerable la proporció de persones de més edat que pertanyen a aquest grup. En canvi, s'observa un augment de les persones joves que pertanyen a la classe baixa, mentre que es produeix una caiguda entre les persones de més edat en aquest segment.

Espanya: evolució dels ingressos per llar i per grups socials

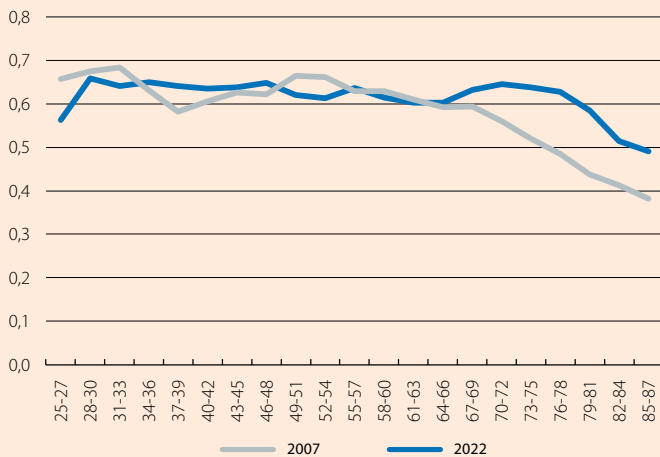
Índex (100 = 2007)



Notes: Ingressos nets de la llar per unitat de consum en termes reals. Classe baixa es defineix com les llars amb uns ingressos inferiors al 75% de la mitjana; classe mitjana, com les llars amb uns ingressos entre el 75% i el 200% de la mitjana, i classe alta, com la resta.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (Enquesta de condicions de vida).

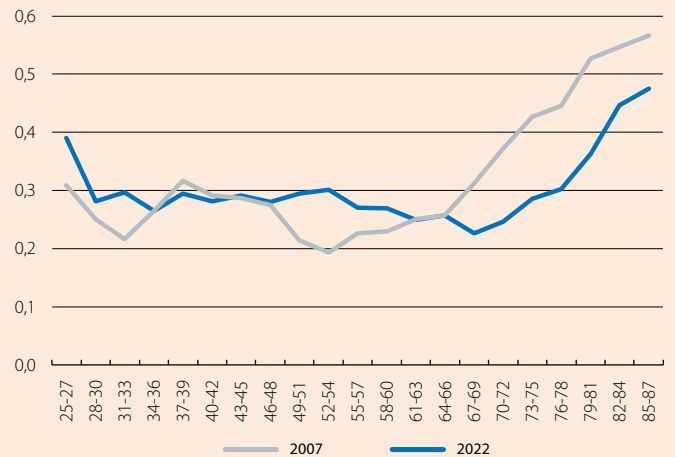
Una altra manera d'analitzar l'evolució dels ingressos entre les diferents generacions consisteix a comparar els seus ingressos en termes reals al llarg de la vida. Si dividim les persones nascudes entre el 1948 i el 1991 en quatre grups generacionals i comparem l'evolució dels ingressos de cada generació al llarg de la seva vida, s'observen canvis rellevants. En concret, les generacions més joves tenen un nivell d'ingressos inferior al de les generacions precedents quan tenien la seva edat. Per exemple, les persones nascudes entre el 1981 i el 1991 tenen un nivell d'ingressos inferior al de les persones nascudes entre

Espanya: proporció de classe mitjana en cada edat
(%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (Enquesta de condicions de vida).

Espanya: proporció de classe baixa en cada edat
(%)

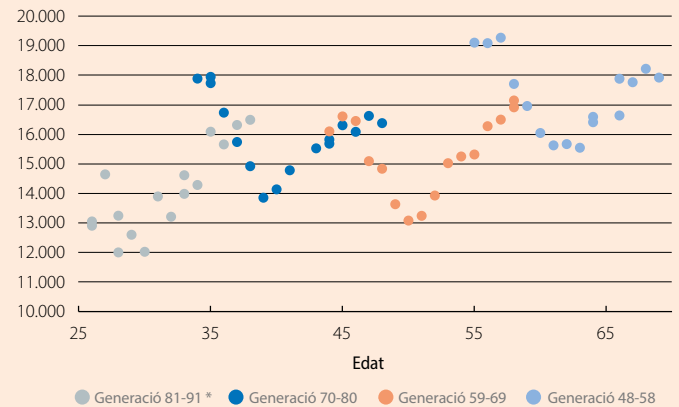


el 1970 i el 1980 quan tenien entre 34 i 38 anys. Aquest patró es repeteix en totes les generacions.

En definitiva, l'evolució de la classe mitjana a Espanya reflecteix una lleugera tendència a l'alça en els últims anys. Malgrat la percepció d'estancament, les dades mostren un augment del percentatge de la població pertanyent a la classe mitjana, del 59,2% del 2007 al 61,1% del 2022. Aquest enfortiment ha anat acompanyat d'una reducció tant a la classe baixa com a l'alta. No obstant això, la percepció negativa es pot explicar per la pèrdua de poder adquisitiu durant la crisi financera. A més a més, s'observen diferències generacionals, amb una disminució de joves a la classe mitjana i un augment a la classe baixa, mentre que succeeix el contrari en el cas de les persones més grans.

Oriol Aspachs i Josep Mestres Domènech

Espanya: ingressos mitjans en cada edat, per generacions (Euros)



Notes: Ingressos reals per unitat de consum. * Generació 81-91 fa referència a les persones nascudes entre el 1981 i el 1991.

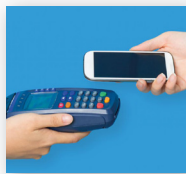
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (Enquesta de condicions de vida).

Coneix les nostres publicacions:



Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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



Monitor de consum

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



Flash de divises

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



Observatori Sectorial 2S 2024

L'any 2024 l'economia espanyola ha experimentat un creixement generalitzat, amb poques excepcions, a tots els sectors d'activitat. Les perspectives per al 2025 són també favorables, encara que hi haurà diferències en els ritmes de creixement i caldrà afrontar sense embuts la transició cap a un sistema de producció més sostenible. El sector de l'automòbil també haurà d'afrontar el repte de mantenir la competitivitat al nou ecosistema global.



Informe Sectorial Agroalimentari 2024

L'activitat del sector agroalimentari espanyol augmenta a ritmes superiors al conjunt de l'economia i les perspectives per a la campanya 2024-2025 són favorables. Les exportacions estan superant amb èxit l'entorn advers dels darrers anys i els preus dels aliments han començat a moderar el seu ritme de creixement, tot i que l'alça acumulada des del 2019 continua sent significativa.



Informe Sectorial Immobiliari 2S 2024

La vigorosa evolució del sector immobiliari espanyol en la primera meitat de l'any, ens ha portat a revisar a l'alça les previsions per al 2024 i el 2025. Tot i així, el desajust entre oferta i demanda condicionarà el sector, que a més haurà d'afrontar reptes importants com el canvi climàtic o els problemes d'accés a l'habitatge de la població jove i la més vulnerable.

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

Et recomanem:

Economia en temps real

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

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Segueix-nos a:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i BPI Research (UEEF) que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i BPI no es fan responsables en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank i BPI i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia. Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

© CaixaBank, S.A., 2024

© Banco BPI, 2024

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

