

IM01

INFORME MENSUAL
NÚMERO 496 | GENER 2025



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

Els límits del deute

ECONOMIA INTERNACIONAL

Exposició de l'economia europea a un augment d'aranzels als EUA: una mirada a través de les cadenes de valor

El nou marc de governança econòmica de la UE

ECONOMIA ESPANYOLA

El repunt de l'estalvi: magnitud, distribució i importància de la demografia

L'apetència dels estrangers per comprar un habitatge a Espanya després de la pandèmia

El turisme internacional de negocis des de la pandèmia

INFORME MENSUAL

Gener 2025

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

Adrià Morron Salmeron i

Nuria Bustamante

Coordinadors de l'*Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-](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:

7 de gener de 2025

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Els límits del deute*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Exposició de l'economia europea a un augment d'aranzels als EUA: una mirada a través de les cadenes de valor*

David Martínez Turégano

17 *El nou marc de governança econòmica de la UE*

David Martínez Turégano i Rita Sánchez Soliva

22 ECONOMIA ESPANYOLA

24 *El repunt de l'estalvi: magnitud, distribució i importància de la demografia*

Eduard Alcobé i Javier Garcia-Arenas

26 *L'apetència dels estrangers per comprar un habitatge a Espanya després de la pandèmia*

Judit Montoriol Garriga

28 *El turisme internacional de negocis des de la pandèmia*

Pedro Álvarez Ondina

31 ECONOMIA PORTUGUESA

2025, de quin color seràs?

La percepció que tenim de la realitat econòmica sovint contrasta amb el missatge que transmeten les grans xifres macroeconòmiques. La sensació general és que l'economia no acaba d'arrencar. El color que millor descriu la situació de moltes llars és, sens dubte, el gris pessimista o el vermell crític. Això contrasta amb l'evolució més dinàmica dels principals indicadors macroeconòmics, que es podrien pintar d'un verd esperançador.

Fins a la data, l'economia espanyola ha crescut, sobretot, en volum. Al final del 2024, s'estima que, a Espanya, hi havia 1,7 milions de persones més que el 2019, un 3,8% més. Amb més persones, és lògic que també hi hagi més activitat econòmica. Això explica, en gran part, per què el PIB se situa un 6,6% per damunt dels registres de cinc anys enrere. No obstant això, després de la crisi econòmica generada per la pandèmia, la recuperació de moltes llars espanyoles ha estat més modesta. De fet, el consum per llar en termes reals es va situar un 1,5% per sota dels nivells previs a la pandèmia en el 3T 2024. Això ajuda a explicar l'aparent discrepància entre l'evolució dels principals indicadors macroeconòmics i la percepció de la situació econòmica de moltes llars.

Aquesta percepció diferent podria canviar el 2025, ja que les dinàmiques que impulsaran el creixement econòmic s'haurien de notar a la butxaca dels espanyols. D'una banda, s'hauria de consolidar la recuperació del seu poder adquisitiu. S'espera que la inflació s'estabilitzi al voltant del 2% enguany, mentre que els salaris creixeran, previsiblement, una mica per damunt. En concret, enguany, la renda bruta disponible per llar podria créixer al voltant de l'1,5% en termes reals.

A això també hi ajudarà la reducció dels tipus d'interès. L'euríbor a 12 mesos va començar el 2025 en el 2,5%, més d'1 p. p. per sota d'on se situava un any enrere. A més a més, s'espera que continuï reculant en els propers mesos, gràcies a la reducció dels tipus d'interès que, previsiblement, continuarà executant el BCE. Per a l'economia espanyola, això és un punt de suport important. Tot plegat, juntament amb una posició financera globalment sanejada, amb nivells de deute relativament baixos tant per a les empreses com per a les llars, hauria de permetre que el consum privat i la inversió creixin enguany al voltant del 3%. Així, el 2025 podria ser l'any en què, finalment, utilitzem el color verd per pintar les grans xifres macroeconòmiques i també la situació de les llars.

Però el gris pessimista també és present a la paleta de colors amb què podem pintar el 2025. Els principals reptes provenen de l'exterior. Les exportacions de béns i de serveis, després d'uns anys de creixement elevat, es troben ja en termes reals un 11,0% per damunt dels nivells previs a la pandèmia, i s'espera que normalitzin el seu ritme d'avanç. No obstant això, aquesta desacceleració podria ser més brusca del que s'espera si, finalment, la nova Administració Trump compleix la seva promesa electoral i augmenta de forma generalitzada els aranzels. Si això succeeix, no es pot descartar que es desfermi una guerra comercial a nivell global de la qual ningú en sortiria guanyant. Esperem que, al final, els pitjors auguris no es compleixin.

A això s'afegeix la difícil situació econòmica dels principals socis comercials d'Espanya, en especial França i Alemanya. En clau interna, el principal repte se situa, segurament, al sector immobiliari. La falta d'habitatge està comportant un creixement del seu preu superior al que s'esperava i dificulta l'accés dels més joves i dels col·lectius més vulnerables. La baixada dels tipus d'interès esmorteirà la pressió enguany, però esperem que, més aviat que tard, la inversió en habitatge es mobilitzi, de manera que es redueixi la pressió sobre els preus i es promogui un creixement econòmic dinàmic i socialment sostenible.

Oriol Aspachs
Gener 2025

Cronologia

DESEMBRE 2024

- 12 El BCE abaixa els tipus d'interès en 25 p. b. i deixa el *depo* en el 3,00%.
- 18 La Fed retalla els tipus d'interès en 25 p. b., fins a l'interval del 4,25%-4,50%.

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.

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.

Agenda

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).
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: avanç del PIB (4T).
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).

FEBRER 2025

- 2 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (gener).
- 4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
- 5 Portugal: ocupació i atur (4T).
- 7 Espanya: producció industrial (desembre).
- 10 Portugal: comerç internacional (desembre).
- 14 Portugal: salari brut mensual mitjà per treballador (4T).
- 16 Japó: PIB (4T).
- 17 Espanya: comerç exterior (desembre).
- 18 Portugal: índex de preus industrials (gener).
- 24 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (desembre).
- 27 Espanya: avanç de l'IPC (febrer).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).
- 28 Espanya: balança de pagaments (desembre).
Portugal: desglossament del PIB (4T).
Portugal: avanç de l'IPC (febrer).

Volatilitat en temps d'incertesa

Mentre esperem la publicació de les dades de creixement del 4T 2024, sense gaires novetats en la informació econòmica publicada en les últimes setmanes i amb els mercats financers mantenint les inèrcies del final de l'any passat, tota l'atenció continua centrada en els efectes sobre l'economia mundial que comportarà el retorn de Donald Trump a la presidència dels EUA. El potencial disruptiu que pot representar una combinació desequilibrada d'algunes de les mesures que estan damunt de la taula (aranzels, restriccions a l'oferta laboral, expansió fiscal desordenada) s'uneix a un entorn geopolític molt més complex que el de quatre anys enrere, la qual cosa conforma el major desafiament per a les previsions econòmiques i financeres en molt de temps.

No obstant això, també hi ha factors mitigadors dels escenaris de més risc a curt termini, com la solidesa que continua mostrant l'activitat nord-americana; els efectes positius sobre la innovació de les polítiques de desregulació; els tradicionals equilibris del sistema polític nord-americà (la majoria republicana a la Cambra de Representants no deixa de ser petita); el perfil d'alguns dels principals nomenaments de la nova Administració, com el del secretari del Tresor; la capacitat de la Fed de respondre a qualsevol augment inesperat dels desequilibris macroeconòmics, o el paper de contrapès que poden exercir els mercats de bons.

Ara com ara, el veredicte dels mercats és que el creixement nominal a curt termini mantindrà un dinamisme elevat. Però, tenint en compte la posició cíclica de l'economia nord-americana, la feblesa cal buscar-la pel costat de la inflació, la qual cosa s'està traduint en un augment dels tipus d'interès a curt i a llarg termini (la rendibilitat del bo a 10 anys s'ha incrementat en més de 100 p. b. des de l'octubre), en el canvi d'expectatives per als propers moviments de la Fed (ara només es descompta plenament una baixada més dels tipus d'interès) i en una apreciació del dòlar (el 7% en tipus de canvi efectiu) que compensaria una part dels potencials efectes positius dels aranzels sobre la balança comercial.

Però, malgrat tot el soroll generat per la política de comunicació de la nova Administració, sembla que els inversors confien que el programa de política econòmica (Magano-mics) es desplegarà de forma raonablement ordenada, sense un empitjorament de la situació fiscal, amb el creixement i l'ocupació com a principals prioritats, mentre que la Fed romandrà atenta a qualsevol afectació de les expectatives d'inflació. Sent conscients que els equilibris per assolir tots aquests objectius poden ser molt inestables, sobretot

tenint en compte les exigents valoracions d'alguns actius financers. La part positiva és que no haurem d'esperar gaire per aclarir una bona part dels dubtes que posaran a prova la solidesa de la majoria de les projeccions econòmiques, ja prou amenaçades per alteracions dels patrons i dels paradigmes de les últimes dècades, en un context sotmès a un procés continu de canvi.

Per tant, assistint o no a un canvi de paradigma amb l'arribada de Trump al poder, el 2025 serà un any en què s'aprofundirà en el reordenament del procés de globalització en què està immersa l'economia internacional en l'últim lustre. Amb el proteccionisme i la política industrial guanyant protagonisme sota el mantell d'aquest nou concepte anomenat autonomia estratègica oberta. Un any en què, una vegada més, serà determinant la capacitat de qüestionar a cada moment els supòsits que sustenten les projeccions econòmiques i, per tant, la capacitat d'adaptació a canvis en l'entorn i la flexibilitat a l'hora de prendre decisions d'inversió. Un any de canvis, de transició entre un món que no acaba de morir (globalització, multilateralisme, democràcies liberals) i un altre que no acaba de néixer i que ningú sap com serà. El desig és que, quan acabi el 2025, ens quedem amb la mateixa sensació que vam tenir el 2023 i el 2024, quan la realitat va ser molt millor que els escenaris centrals previstos a l'inici de l'any. Perquè això sigui possible, és necessari confiar en la resiliència demostrada pel cicle d'activitat des de la pandèmia i que la transaccionalitat en les relacions econòmiques i comercials s'imposi sobre la ideologia. Mentrestant, el consell és cordar-se els cinturons per navegar de manera segura la volatilitat en temps incerts.

José Ramón Díez

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,18	0,77	0,25	4,25	5,25	4,25	3,00
SOFR 3 mesos	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,37	3,07
SOFR 12 mesos	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	4,19	3,10
Deute públic 2 anys	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	4,24	3,35
Deute públic 10 anys	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	4,40	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	3,06	2,01
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,89	2,04
Euríbor 3 mesos	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,83	2,06
Euríbor 6 mesos	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,63	2,12
Euríbor 12 mesos	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,44	2,18
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,02	2,05
Deute públic 10 anys	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,22	2,00
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,26	2,32
Deute públic 5 anys	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,48	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	68	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,03	2,53
Deute públic 5 anys	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,15	2,56
Deute públic 10 anys	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,68	2,75
Prima de risc	19	297	65	97	63	46	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	0,83	0,86
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	161,20	156,00
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	73,1	73,5
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	69,9	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	2,3	2,0
Itàlia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,1	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	2,8	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	2,8	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

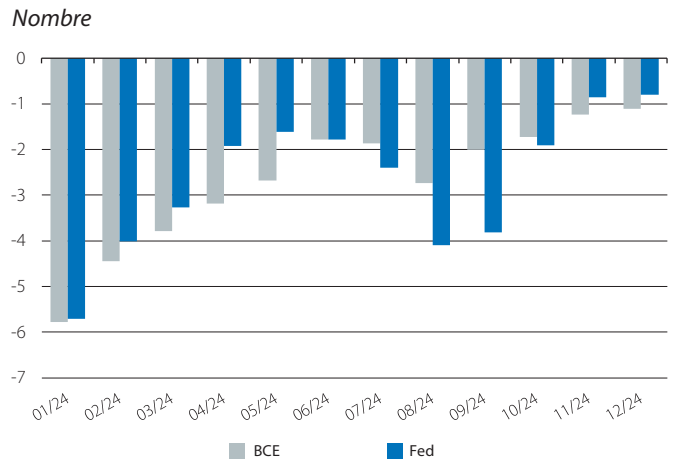
La Fed i les incògnites sobre el creixement global condicionen el tancament d'any dels mercats financers

Els protagonistes del 2024 marquen el camí per al 2025. El 2024 va ser l'any de l'inici de la distensió monetària. Una gran part dels moviments dels actius financers es van desenvolupar al voltant de l'ajust d'expectatives de la política monetària dels inversors, amb alguns episodis de canvis bruscos en les expectatives d'uns mercats que, seguint el deixant dels bancs centrals, es van ajustar en funció del flux de les dades macroeconòmiques. L'altre esdeveniment protagonista va ser la victòria de Donald Trump, amb uns inversors que van reaccionar amb expectatives d'una inflació més elevada i amb alguns dubtes sobre el creixement econòmic global. Els mercats financers van viure altres fites remarcables: el Banc del Japó va posar fi a l'era de tipus negatius, les tensions geopolítiques van empitjorar al Pròxim Orient, les expectatives dels beneficis de la intel·ligència artificial (IA) van impulsar el domini de les companyies tecnològiques en la renda variable, l'S&P 500 va encadenar dos anys consecutius de guanys per damunt del 20% (per primera vegada en més de 25 anys), el bitcoin va assolir els 100.000 dòlars, i els actius financers de França van patir una reavaluació (precisament, la prima de risc francesa gairebé es va duplicar i es va consolidar en nivells per damunt de l'espanyola). Amb tot el que s'ha viscut, el 2024 va tancar en positiu per a la renda variable i amb el dòlar com la divisa més enfortida, però amb un repunt significatiu en els tipus sobirans davant la perspectiva d'una inflació més elevada als EUA, les incògnites sobre el futur geopolític global i la incertesa sobre quant més es distendrà la política monetària.

El BCE i la Fed convergeixen en la direcció, però divergeixen en la velocitat. Al desembre, tant el BCE com la Fed van abaixar els tipus d'interès en 25 p. b. i van deixar el *depo* en el 3,00% i el *fed funds* en el rang del 4,25%-4,50%. En els dos casos, 100 p. b. per sota dels màxims assolits el 2023. El to del BCE va apuntar a més baixades en els propers mesos, basades en una major confiança en el descens final de la inflació fins a l'objectiu del 2% el 2025 i en l'expectativa que la redinamització de l'activitat sigui més lenta. Així, els mercats cotitzen una altra baixada de 25 p. b. al gener i apunten a més retallades durant la primera meitat de l'any, que deixarien un *depo* entre l'1,75% i el 2,00% al llarg del 2S 2025. En canvi, el to de la Fed va ser molt més caut i es va basar en una major expectativa d'inflació per als dos propers anys i en menors riscos de refredament del mercat laboral. Al *dot plot*, els membres del FOMC van projectar només dues retallades el 2025, en relació amb les quatre assenyalades en l'actualització del setembre. D'aquesta manera, els mercats financers descompten plenament una sola baixada cap a la meitat del 2025 (*fed funds* en el rang del 4,00%-4,25%), amb una probabilitat lleugerament per damunt del 50% d'una segona retallada cap al final de l'any.

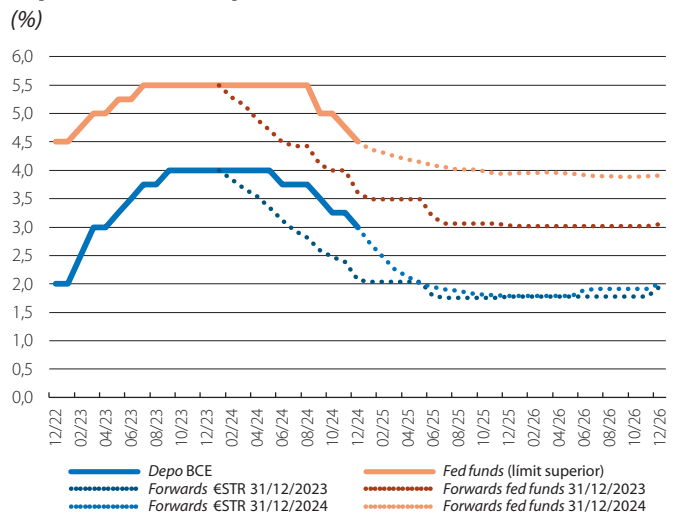
Fort repunt en les rendibilitats sobiranes. Els mercats de deute sobirà van fer una lectura *hawkish* del missatge de la Fed i els tipus d'interès dels *treasuries* van repuntar més de 15 p. b. en les referències a mitjà i a llarg termini des de la reunió fins al final del mes. I és que, malgrat que la Fed ha rebaixat els tipus en 100 p. b.,

Expectatives implícites de retallades de tipus d'interès al desembre del 2024



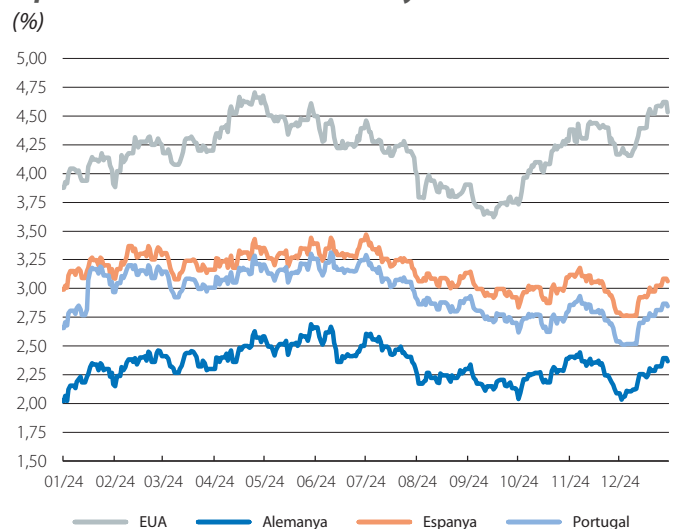
Notes: Implícits presos de les corbes de forwards sobre l'EFFR i sobre el tipus €STR. El nombre fa referència a la mitjana mensual. Cada retallada correspon a 25 p. b.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Expectatives de tipus d'interès (%)



Nota: Forwards sobre l'EFFR i sobre el tipus €STR de la zona de l'euro a partir de les corbes d'interès de mercat.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal, del BCE i de Bloomberg.

Tipus d'interès sobirans a 10 anys (%)



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

l'expectativa d'una inflació més elevada i d'una distensió monetària més cauta en el futur han impulsat a l'alça les rendibilitats sobiranes. De fet, la rendibilitat dels *treasuries* en els trams llargs de la corba ha mostrat un comportament diametralment oposat al del *fed funds* i ha repuntat més de 90 p. b. des de l'inici de les retallades. A l'altra banda de l'Atlàntic, tot i que el missatge del BCE va ser *dovish*, els tipus sobirans es van contagiar de les contraparts nord-americanes i van repuntar 30 p. b. al desembre, amb les primes de risc perifèriques mantenint-se relativament estables.

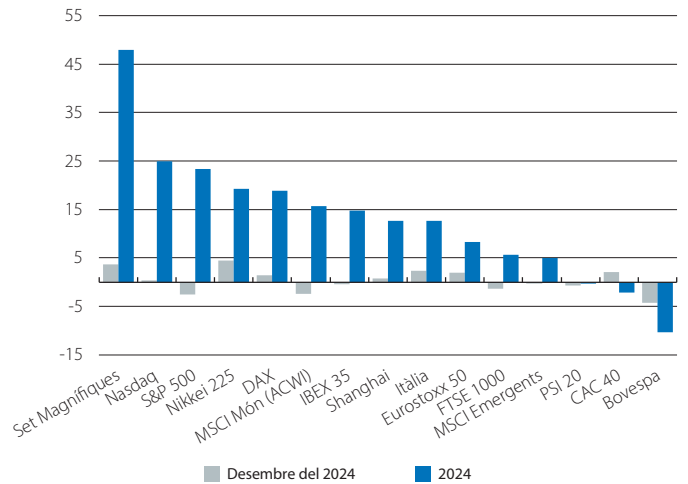
Any positiu, però desembre mixt, en el funcionament de les borses. L'any 2024 va ser, en línies generals, positiu per a les borses globals. L'índex global MSCI ACWI va acumular guanys de fins al 15% (després del +20% del 2023), i, llevat d'alguns casos excepcionals, la majoria dels principals índexs borsaris van tancar l'any en verd. Van destacar les Set Magnífiques (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia i Tesla), amb guanys acumulats de gairebé el 50% el 2024, esperonades per les expectatives de la IA, així com la borsa japonesa (el +19%), beneficiada per uns tipus d'interès encara pròxims al 0%, juntament amb una divisa afeblida. No obstant això, el *rally* del 2024, amb un impuls al novembre després de la victòria de Trump, va perdre embranzida d'ençà que la Fed va refredar les expectatives de retallades de tipus en la reunió de desembre, i, llevat de les grans tecnològiques, la renda variable va registrar un últim mes de lleugeres pèrdues als EUA i en alguns països de la zona de l'euro. I és que, de cara al 2025, la incertesa generada pels efectes de les polítiques econòmiques de Trump i pel camí de la política monetària va pesar sobre el sentiment inversor al final de l'any. La major caiguda i la volatilitat més intensa del desembre es va registrar al Brasil (el Bovespa va caure el 4% i el 10% durant l'any), on el deteriorament de les perspectives fiscals va comportar una pèrdua significativa de confiança dels inversors.

El dòlar s'enforteix. El dòlar es va continuar apreciament, amb guanys superiors al 2%, en relació amb una cistella de divises avançades (el +5% des de la victòria de Trump i el +7% en el conjunt del 2024) i va assolir el nivell més alt des del 2022. Enfront de l'euro, el dòlar es va enfortir el 2% al desembre i, fins i tot, va arribar a assolir els 1,03 dòlars (mínim de dos anys). Enfront del ien, l'apreciació va ser encara superior (el +11,5% el 2024 i el +5% al desembre), a causa de l'ampli diferencial de tipus d'interès i de la resistència del Banc del Japó a tornar a apujar els tipus (els va mantenir en el 0,25% al desembre). Als països emergents, la divisa amb un funcionament més negatiu va ser el real brasiler, amb una caiguda superior al 20% enfront del dòlar en el conjunt de l'any, enmig de les turbulències fiscals.

Relativa estabilitat en els preus del petroli i relativa volatilitat en els del gas. Al desembre, el barril de Brent va cotitzar en una banda estreta entre els 72 i els 74 dòlars, en un mercat marcat per una oferta relativament abundant i per l'expectativa d'una demanda llastada per la feblesa de les economies xinesa i europea. Així, els preus del barril Brent van tancar el 2024 quatre dòlars per sota de l'inici de l'any i lluny dels 90 dòlars assolits en els moments àlgids de tensió al Pròxim Orient. Per la seva banda, els preus del gas natural TTF van experimentar moviments d'anada i tornada el mes passat i, finalment, van tancar gairebé en 50 euros/MWh (en relació amb un preu mitjà de 35 euros/MWh en el conjunt del 2024), condicionats pel final de l'acord que permetia que el gas rus fluís a través d'un gasoducte que travessa Ucraïna.

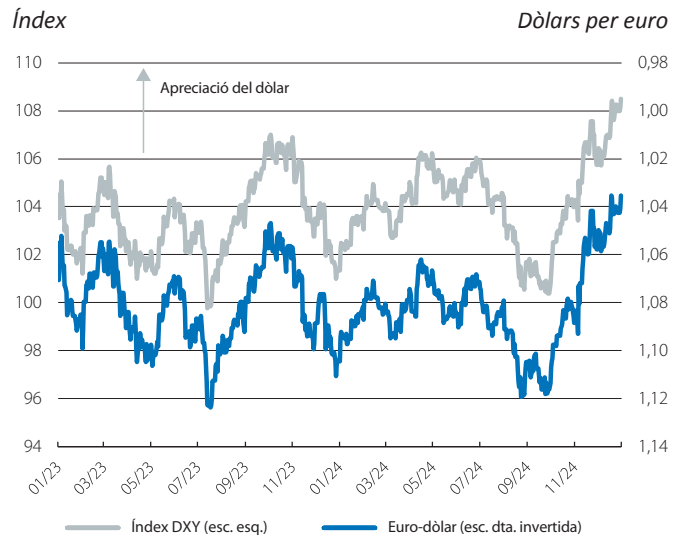
Principals índexs borsaris

Variació durant el període (%)



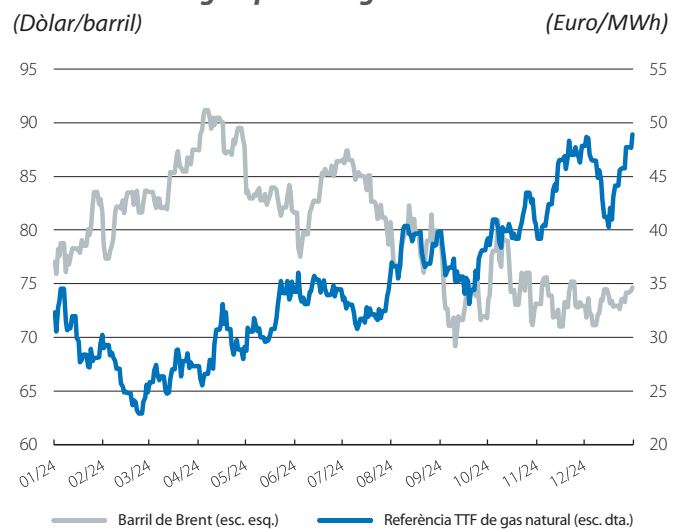
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Evolució del dòlar



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

Preus de l'energia: petroli i gas



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

Els límits del deute

Un cop consolidada la normalització postpandèmica i acostant-nos al final de la crisi inflacionista, estan reemergint tant la preocupació sobre els nivells de deute públic (vegeu el primer gràfic) com les crides a un reajustament dels comptes públics i a la reconstrucció de matalassos que donin marge d'acció a la política fiscal quan sigui necessari.

No obstant això, la recuperació del marge fiscal troba en l'entorn actual obstacles rellevants. D'una banda, i més enllà de la distensió cíclica de la política monetària, es preveu que, a mitjà termini, els tipus d'interès fluctuïn al voltant de nivells una mica més alts que els anticipats fa uns anys,¹ la qual cosa incrementaria el cost mitjà del deute públic. De l'altra, el potencial de creixement econòmic a mitjà termini està envoltat d'incerteses, des de l'interrogant que plantejgen la intel·ligència artificial i els seus efectes sobre la productivitat agregada fins a les conseqüències d'un món menys globalitzat i/o més fragmentat en àrees econòmiques. A més a més, l'envelliment poblacional, la geopolítica (amb les necessitats associades a la despesa en defensa) i les inversions per a la transició energètica i per a l'adaptació al canvi climàtic exerciran una pressió creixent sobre els comptes públics. I, a tot això, s'afegeix la pròpia inèrcia de la despesa pública per raons d'«economia política».

Tots aquests ingredients es poden aplicar als quatre grans factors que delimiten l'evolució del deute públic: el nivell de deute de partida, els pagaments d'interessos, el saldo públic primari² i el creixement del PIB. Així, podem veure fins a quin punt és ample o estret el camí per reconstruir els matalassos fiscals sota diferents escenaris econòmics. Ho farem amb un exercici senzill de sensibilitat de les dinàmiques del deute.^{3,4}

En primer lloc, acollint-nos a la relativa moderació del creixement nominal del PIB que dibuixen les últimes previsions de l'FMI i al suau però progressiu augment dels interessos del deute que anticipen els mercats financers, a la primera taula, recollim el saldo primari mínim que, si es manté de forma sostinguda durant 10 anys, permet arribar a diferents nivells de deute.⁵ Això suggereix que, en

1. Per exemple, al final del 2019, els forwards de mercat per al 2030 apunten a un tipus sobirà espanyol a 10 anys al voltant del 2%, mentre que ara el situen prop del 4%. Aquest increment és generalitzat entre les grans economies i reflecteix un canvi de visió sobre el nivell estructural al qual s'haurien de consolidar els tipus d'interès a llarg termini. Vegeu, per exemple, Schnabel, I. (2024), «R(ising) star?», discurs a ECB and its Watchers XXIV Conference.

2. És a dir, el saldo fiscal (ingressos fiscals totals menys despesa pública total) sense els pagaments nets d'interessos.

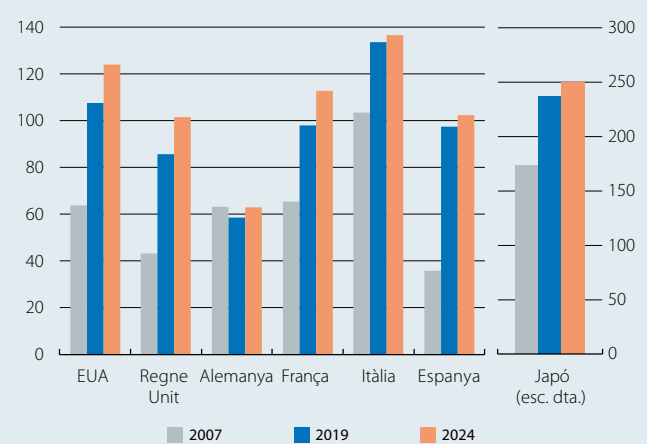
3. L'evolució de la ràtio de deute sobre el PIB, d , ve donada per:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

on i és el tipus d'interès nominal mitjà del deute, g és el creixement del PIB nominal, i b és el saldo públic primari.

Deute públic

(% del PIB)



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

Saldo públic primari:¹ dades i escenaris a 10 anys vista

(% del PIB)

	2019 - dada	2024 - previsió Comissió Europea	Permet una ràtio de deute... ²		
			Estable a nivells 2024	De retorn a nivells 2019	Redueix a la meitat la distància amb el 60% ³
EUA	-2,7	-3,0	0,2	1,8	3,2
Japó	-1,6	-4,7	-4,3	-2,9	-0,2
Regne Unit	-0,1	-2,2	-0,1	1,5	2,8
Alemanya	2,1	-1,1	-0,4	0,1	-0,2
França	-0,9	-4,1	0,3	1,7	2,9
Itàlia	1,9	0,1	1,8	2,1	5,4
Espanya	-0,8	-0,5	-0,7	-0,2	1,5

Notes: 1. El saldo primari exclou els pagaments d'interessos; valor positiu/negatiu indica superàvit/dèficit. 2. La projecció assumeix el PIB nominal segons les previsions de l'FMI i el tipus d'interès segons els forwards de mercat (amb refinançament anual d'un percentatge del deute donat pel venciment mitjà). 3. Per als EUA, el Japó i el Regne Unit, la referència és el nivell de deute del 2007.

Font: CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades i de previsions de Bloomberg, de la Comissió Europea i de l'FMI (World Economic Outlook, octubre del 2024).

relació amb el 2024, és necessari un cert ajust fiscal per estabilitzar el deute o per corregir-lo suaument a les principals economies, tot i que l'esforç seria moderat (saldo semblants als del 2019) en la majoria dels casos. No obstant això, una recuperació més substancial del marge de maniobra fiscal sí que exigiria un esforç fiscal rellevant i clarament superior al realitzat el 2015-2019.

4. L'exercici no té en compte les retroalimentacions entre saldo fiscal, PIB i tipus d'interès. Però, en realitat, si una economia imposa una senda de, per exemple, saldo fiscal, això afectarà les seves sendes de PIB i de tipus.

5. Per a cada país, simulem la ràtio de deute entre el 2025 i el 2034 a partir de l'equació de la nota 3. Les previsions de creixement del PIB nominal (g) procedeixen del World Economic Outlook de l'FMI de l'octubre del 2024 (assumim que el ritme de creixement del 2029, últim any disponible, es manté el 2030-2034). El tipus d'interès del deute evoluciona a mesura que els refinançaments s'actualitzen amb el tipus sobirà mitjà projectat pels forwards de mercat al final de novembre del 2024.

En la mateixa línia, si assumim que el saldo primari i el PIB nominal evolucionen segons les últimes previsions de l'FMI, la segona taula ens mostra el llindar del cost mitjà a partir del qual es desestabilitzarien les dinàmiques de deute. Aquest exercici mostra que l'FMI manté una visió positiva per als comptes públics a Espanya i a Alemanya, atès que la senda fiscal que preveu l'FMI dona marge a la reducció del deute, fins i tot amb uns tipus d'interès que acabin sent superiors als previstos pel mercat. No obstant això, la visió de l'FMI per a la resta de grans economies avançades és menys favorable, en especial per als casos de França i dels EUA, on les sendes fiscals previstes per l'FMI només permetrien establir el deute si els tipus d'interès acabessin sent molt inferiors al nivell anticipat pels mercats.

Finalment, la tercera taula mostra el creixement del PIB nominal mínim per evitar un desequilibri de les dinàmiques del deute si es complissin les sendes de saldo fiscal primari previstes per l'FMI i l'evolució dels tipus d'interès projectada pels mercats financers. Igual que la segona taula, aquest exercici reflecteix la visió positiva que l'FMI té per a Espanya i per a Alemanya, mentre que, de nou, les sendes fiscals dels EUA i de França requeririen una acceleració notable del PIB nominal per mantenir estable el deute.

Aquests tres exercicis també evidencien les particularitats del Japó. A diferència de la resta de grans economies, les dinàmiques de deute del Japó continuen comptant amb el marge d'uns tipus d'interès baixos, i, segons l'FMI, és el país per al qual es preveu una major redinamització del creixement del PIB nominal, la qual cosa li donaria un suport extra per recuperar espai fiscal. Malgrat aquests vents de cua, però, la seva ràtio de deute és molt superior a la de la resta d'economies.

En definitiva, la simulació d'escenaris per a les dinàmiques de deute confirma que, en els propers anys, les sendes de tipus d'interès i de creixement del PIB nominal dibuixaran un entorn en què no serà tan fàcil recuperar espai fiscal sense un esforç proactiu dels Governos.

Tipus d'interès mitjà del deute públic (%)

	2024 - previsió Comissió Europea	Mitjana 2025-2029 segons forwards de mercat ¹	Permet una ràtio de deute estable a nivells 2024 ²
EUA	4,1	4,1	1,7
Japó	0,6	0,7	1,7
Regne Unit	3,0	3,2	2,5
Alemanya	1,7	2,1	3,4
França	2,0	3,1	0,1
Itàlia	3,0	3,7	3,3
Espanya	2,5	3,0	3,9

Notes: 1. Forwards de mercat per al tipus sobirà amb un venciment igual al venciment mitjà del deute el 2024. 2. La projecció assumeix el PIB nominal i el saldo primari segons les previsions de l'FMI i que cada any es refinança un percentatge del deute donat pel venciment mitjà.

Font: CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades i de previsions de Bloomberg, de la Comissió Europea i de l'FMI (World Economic Outlook, octubre del 2024).

Creixement nominal del PIB (%)

	2019 - dada	2024 - previsió FMI	Mitjana 2025-2029 segons FMI	Permet una ràtio de deute estable a nivells 2024 ¹
EUA	4,3	5,2	4,0	6,4
Japó	0,2	2,9	2,8	1,7
Regne Unit	3,8	3,2	3,5	4,1
Alemanya	3,0	3,3	3,2	2,0
França	3,3	3,2	3,1	6,2
Itàlia	1,5	2,5	2,7	3,1
Espanya	3,4	6,1	4,2	3,3

Nota: 1. La projecció assumeix el saldo primari segons les previsions de l'FMI i el tipus d'interès segons els forwards de mercat (amb refinançament anual d'un percentatge del deute donat pel venciment mitjà).

Font: CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades i de previsions de Bloomberg, de la Comissió Europea i de l'FMI (World Economic Outlook, octubre del 2024).

Tipus d'interès (%)

	31-desembre	30-novembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	3,15	3,40	-25	-135,0	-135,0
Euríbor 3 mesos	2,71	2,93	-22	-119,5	-119,5
Euríbor 12 mesos	2,46	2,46	0	-105,3	-105,3
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,24	2,25	0	-101,9	-101,9
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,08	1,95	13	-32,2	-32,2
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,37	2,09	28	34,3	34,3
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,06	2,79	27	6,8	6,8
Deute públic a 10 anys (Portugal)	2,85	2,54	31	19,2	19,2
EUA					
Fed funds (límit superior)	4,50	4,75	-25	-100,0	-100,0
SOFR 3 mesos	4,31	4,47	-16	-102,6	-102,6
Deute públic a 1 any	4,14	4,28	-14	-61,9	-61,9
Deute públic a 2 anys	4,24	4,15	9	-0,8	-0,8
Deute públic a 10 anys	4,57	4,17	40	69,0	69,0

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-desembre	30-novembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	58	56	2	-0,9	-0,9
Itraxx Financer Sènior	64	63	1	-3,2	-3,2
Itraxx Financer Subordinat	112	111	1	-10,5	-10,5

Tipus de canvi

	31-desembre	30-novembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,035	1,058	-2,1	-6,2	-6,2
EUR/JPY (iens per euro)	162,780	158,410	2,8	4,5	4,5
EUR/GBP (lliures per euro)	0,827	0,831	-0,4	-4,6	-4,6
USD/JPY (iens per dòlar)	157,200	149,770	5,0	11,5	11,5

Primeres matèries

	31-desembre	30-novembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	536,5	535,7	0,1	5,1	5,1
Brent (\$/barril)	74,6	72,9	2,3	-3,1	-3,1
Or (\$/unça)	2.624,5	2.643,2	-0,7	27,2	27,2

Renda variable

	31-desembre	30-novembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	5.881,6	6.032,4	-2,5	23,3	23,3
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.896,0	4.804,4	1,9	8,3	8,3
Ibex 35 (Espanya)	11.595,0	11.641,3	-0,4	14,8	14,8
PSI 20 (Portugal)	6.377,3	6.418,3	-0,6	-0,3	-0,3
Nikkei 225 (Japó)	39.894,5	38.208,0	4,4	19,2	19,2
MSCI emergents	1.075,5	1.078,6	-0,3	5,1	5,1

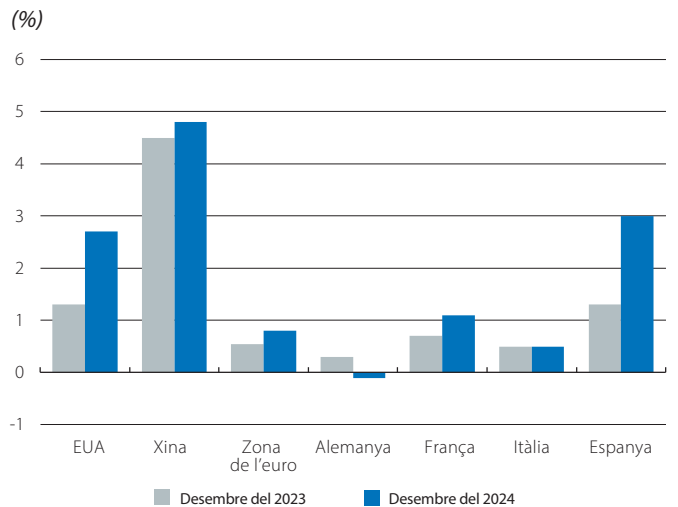
Any de desafiaments en una economia internacional de major maduresa cíclica

Resiliència, maduresa cíclica i desafiaments. El 2024, l'economia internacional va mostrar una notable resiliència, i les dades disponibles suggereixen que el PIB mundial podria haver crescut lleugerament per damunt del 3%. L'activitat es va veure secundada per la fortalesa del mercat laboral, per una certa recuperació del poder adquisitiu de les llars i per la perspectiva d'una distensió de les condicions financeres, en un any en què la inflació va continuar baixant i va acabar a prop, tot i que encara una mica per damunt, dels objectius de les autoritats monetàries. És probable que aquests vents de cua continuïn bufant a favor el 2025, tot i que ho faran amb menys força, per la maduresa mateixa del cicle econòmic, mentre que el mapa de riscos continuarà presentant desafiaments exigents, en especial en termes de conflictes i tensions geopolítiques i d'incerteses sobre la política comercial. D'altra banda, rere la resiliència global, hi ha una notable disparitat regional. Als EUA, l'activitat continua ferma i el creixement del PIB està batent expectatives, mentre que, a la zona de l'euro, el PIB no s'acaba d'enlairar, llastat per la feblesa del nucli. I, a la Xina, les dificultats del sector immobiliari i un comportament feble de la demanda domèstica continuen pesant sobre l'economia, malgrat que la solidesa del sector exterior ajuda a mantenir un creixement pròxim, tot i que encara inferior, al 5,0%.

Solidesa del mercat laboral, amb indicis de moderació. Els últims indicadors destaquen tant el paper de suport jugat pel mercat laboral com la perspectiva que aquest suport perdi una mica d'impuls d'ara endavant. Tant als EUA com a la zona de l'euro, coexisteixen unes taxes d'atur baixes (el 4,2% i el 6,3%, respectivament) i un nivell d'ocupació elevat (una mica superior al 70% entre la població de 15 a 64 anys). No obstant això, als EUA, l'atur acumula un augment de 0,8 p. p. des del mínim del 2023, mentre que la creació d'ocupació s'ha desaccelerat des dels més de 250.000 nous llocs de treball mensuals a l'inici de l'any fins als 130.000 en la mitjana d'octubre i novembre (les distorsions relacionades amb els huracans i amb les vagues durant aquests mesos fan que la mitjana sigui més informativa que els volàtils +36.000 llocs de l'octubre i els +227.000 del novembre). A la zona de l'euro, la taxa del 6,3% representa un atur en mínims de la sèrie històrica, però els indicadors de sentiment apunten a un refredament en la creació d'ocupació, tant en els índexs PMI (al desembre, el component d'ocupació va tocar mínims de quatre anys) com en l'indicador de la Comissió Europea (que ha disminuït de manera sostinguda al llarg del 2024 i ha presentat una última dada del novembre lleugerament inferior a la mitjana històrica).

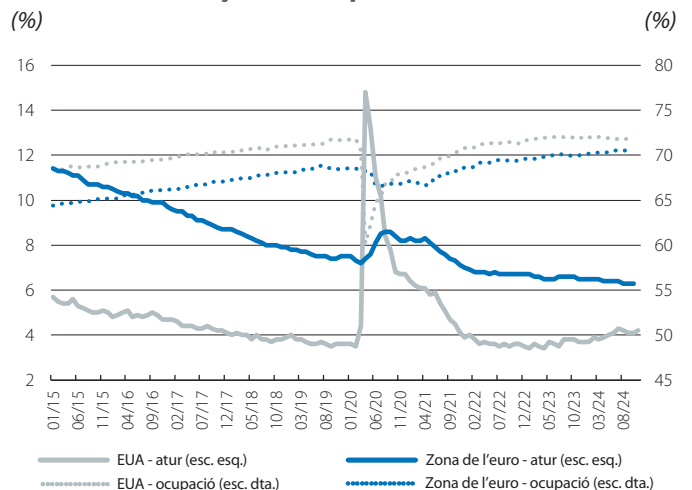
Desinflació: confiança en l'últim quilòmetre, resistències en l'última milla. El descens generalitzat de la inflació durant el 2024 també va ser un suport per a l'activitat, en especial perquè va facilitar la recuperació del poder adquisitiu de les llars i va obrir la porta a la distensió de la política monetària. A la zona de l'euro, la inflació general va tancar l'any amb el 2,4% del desembre, però el més significatiu va ser el descens sostingut de la inflació nucli, que va passar del 3,4% al desembre del 2023 al 2,7% al desembre del 2024, i la inèrcia de la qual reforça la confiança que la inflació s'hauria de consolidar definitivament en l'objectiu del

Creixement del PIB el 2024: expectatives del consens d'analistes



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

Economies avançades: ocupació i atur

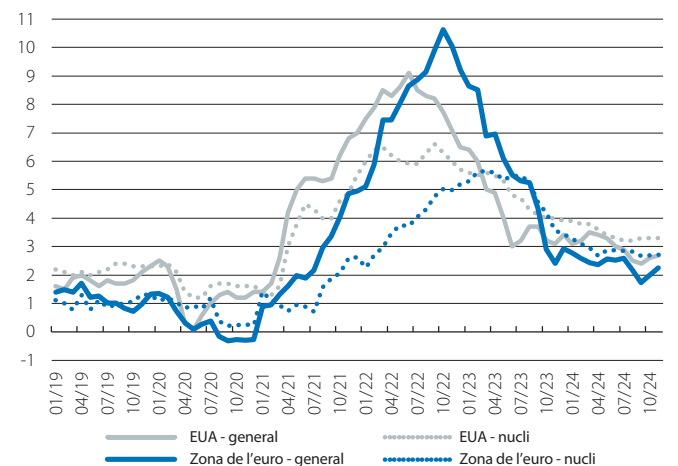


Nota: Taxa d'atur en relació amb el total de la població activa i taxa d'ocupació en relació amb la població total del grup d'edat (15-64 anys).

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

Economies avançades: IPC

Variació interanual (%)



Notes: IPCH per a la zona de l'euro. La nucli exclou els aliments i l'energia.

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

2% del BCE ja el 2025. Als EUA, la inflació també es va moderar al llarg de l'any (IPC general del +2,7% al novembre del 2024 vs. el 3,4% del desembre del 2023), però, en els últims mesos, han augmentat els temors a una major resistència en les pressions subjacents, tant pels senyals de les dades (inflació nucli estable en el 3,2%-3,3% des de l'estiu, segons l'IPC, i fins i tot amb un cert repunt segons l'índex preferit de la Fed, el PCE, on la inflació nucli va accelerar del 2,6% de l'estiu al 2,8% al novembre) com per la perspectiva inflacionista de les polítiques econòmiques de la nova Administració Trump.

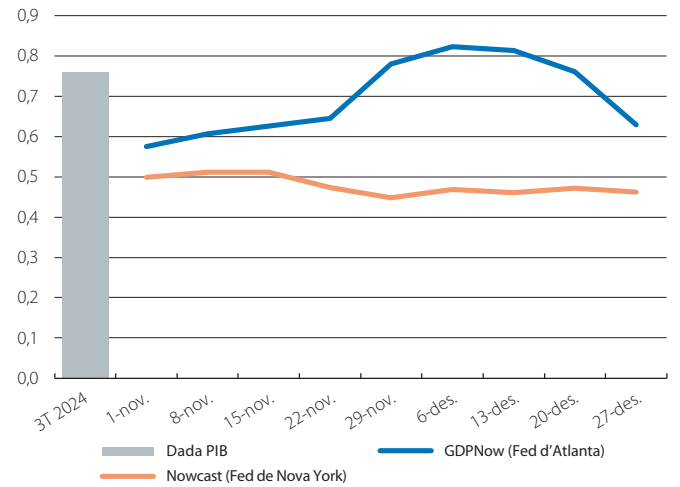
L'activitat nord-americana continua robusta. El consum de les llars continua impulsant el creixement econòmic als EUA, i, després de contribuir amb 0,6 p. p. a l'avanç intertrimestral del 0,8% del PIB en el 3T, les últimes dades reflecteixen un consum dinàmic també en l'últim trimestre de l'any. Així, les vendes al detall van augmentar el 0,5% intermensual a l'octubre i es van accelerar fins al 0,7% al novembre. En la mateixa línia de robustesa, el PMI compost va repuntar fins als 55,4 punts al desembre, impulsat pel sector serveis (56,8), i la mitjana del 4T (54,8) es va situar per damunt de la mitjana del 3T (54,3). Amb tot això damunt la taula, i malgrat la feblesa del sector manufacturer (el seu PMI, en els 49,4 punts al desembre, va continuar en zona contractiva, mentre que la producció industrial es va contreure el 0,4% intermensual a l'octubre i el 0,15% al novembre), els *trackers* del PIB apunten al fet que l'economia podria créixer al voltant del 0,5%-0,6% intertrimestral en el 4T.

L'economia de la zona de l'euro no aconsegueix guanyar tracció. El PMI compost de la zona de l'euro va millorar al desembre, però sense superar el llindar dels 50 punts que suggereix creixements positius de l'activitat (49,6 vs. 48,3 al novembre), malgrat l'estímul que representa la campanya de Nadal per al sector serveis (51,6 vs. 49,5 al novembre), mentre que, en manufactures, hi ha poca aparença de reactivació (PMI estancat en els 45 punts). La feblesa dels indicadors afecta les dues grans economies de l'àrea, amb un PMI compost del desembre en zona contractiva tant a Alemanya (48,0) com a França (47,5). En el cas d'Alemanya, altres indicadors d'opinió i de clima empresarial reflecteixen el mateix missatge de feblesa: l'indicador empresarial Ifo va caure al desembre fins als 84,7 punts, el mínim des del maig del 2020, i l'índex de sentiment econòmic ZEW del desembre va constatar que més de la meitat dels enquestats no esperen canvis en la situació actual.

Acceleració a curt termini a la Xina. El dinamisme continuat del sector exterior, l'augment del suport fiscal i una certa millora de les perspectives de l'immobiliari podrien comportar una acceleració del gegant asiàtic a curt termini. Així, el PMI de serveis (Caixin) es va accelerar al desembre fins als 52,2 punts (màxim de set mesos), mentre que el PMI manufacturer es va mantenir en expansió (50,5 punts, tot i que va perdre embranzida en relació amb els 51,5 del novembre). D'altra banda, al novembre, la producció industrial va mantenir un ritme d'expansió similar al dels mesos anteriors i va registrar un creixement interanual del 5,4%, mentre que les vendes al detall van tornar a reflectir la feblesa de la demanda interna, amb un creixement del 3,0% interanual (vs. el 4,8% de l'octubre i el 2,7% del 3T). Per la seva banda, la inversió va créixer el 3,3% interanual fins al novembre (vs. el 3,4% acumulat des de l'inici de l'any fins a l'octubre), una desacceleració lleugera però que manté uns nivells d'inversió elevats (en termes reals), ateses les fortes caigudes dels preus dels béns de capital en els últims anys.

EUA: PIB del 3T i projeccions 4T 2024

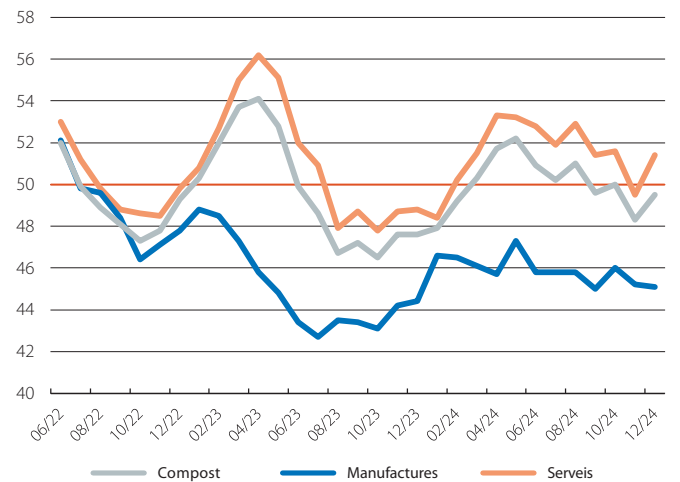
Variació intertrimestral (%)



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

Zona de l'euro: PMI

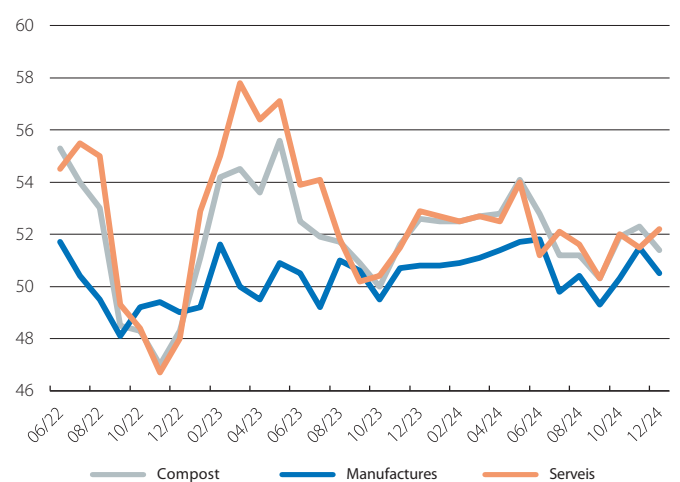
Índex



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

Xina: PMI Caixin

Índex



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

Exposició de l'economia europea a un augment d'aranzels als EUA: una mirada a través de les cadenes de valor

L'impacte sobre la UE d'un aranzel universal a les importacions de béns dels EUA va més enllà de l'efecte directe sobre les empreses exportadores i es farà sentir també de manera indirecta en el conjunt de l'economia i a través de les cadenes europees i globals de valor.

Per capturar aquesta major complexitat, partim de les taules *input-output* internacionals que elabora l'OCDE¹ i que recullen les transaccions de productes intermedis i finals per a 45 sectors de 77 economies diferents. Restringim aquestes transaccions a les importacions de béns² que realitzen els EUA de la resta del món, que són les que serien objecte de l'aranzel universal, i, tot i que l'últim any disponible és el 2020, utilitzem les dades del 2019 per evitar possibles distorsions derivades de la pandèmia de COVID-19.

Al primer gràfic, desgranem un exemple per il·lustrar com es relaciona la dada bruta de les exportacions als EUA d'un determinat sector en un país de la UE (la mesura d'exposició immediata) amb el valor afegit per aquest mateix, que està vinculat al conjunt d'exportacions mundials de béns als EUA (la mesura d'exposició última).

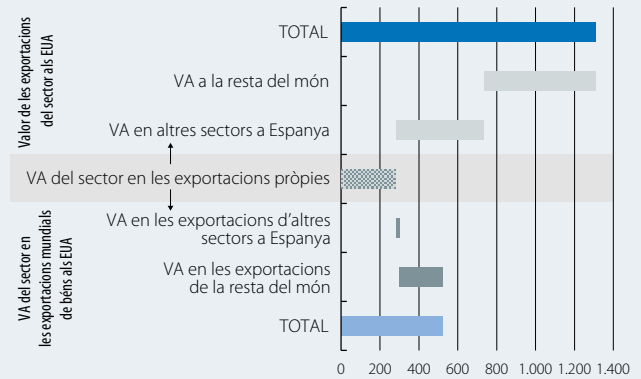
El 2019, Espanya va exportar als EUA uns 1.300 milions de dòlars en manufactures de vehicles de motor, dels quals, aproximadament, el 20% es correspon amb el valor afegit al propi sector, un terç amb el valor afegit en altres activitats econòmiques a Espanya (béns i serveis intermedis), i una mica més del 40% amb el valor afegit en països tercers (altres Estats membres de la UE i de la resta del món).

Per la seva banda, més enllà dels efectes sobre les exportacions directes, l'activitat manufacturera de vehicles de motor també genera valor afegit de manera indirecta en altres exportacions de béns als EUA, tant d'altres sectors de l'economia espanyola com, sobretot, d'altres països (una mica més de 200 milions de dòlars, gairebé tant com en les exportacions directes). En total, l'exposició última de les manufactures de vehicles de motor se situava, el 2019, al voltant dels 500 milions de dòlars, molt per sota de l'exposició immediata.

La posició en les cadenes de valor i l'especialització productiva com a factors clau

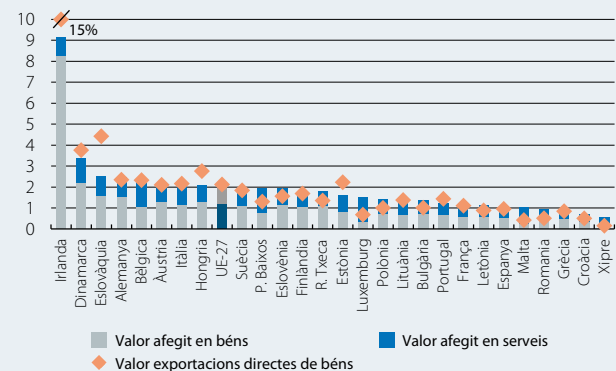
En l'exemple anterior, el valor afegit al sector vinculat a les exportacions mundials de béns als EUA és inferior al valor de les exportacions directes, però, en altres casos, és igual o superior, quelcom que succeeix, per exemple, per a totes les activitats de serveis ja que recullen només els efectes indirectes per la via de les exportacions de béns. El resul-

Valor de les exportacions de vehicles de motor d'Espanya als EUA i valor afegit del sector en les exportacions mundials de béns als EUA (Milions de dòlars, 2019)



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

Exportacions directes als EUA i valor afegit en les exportacions mundials de béns als EUA (% del PIB, 2019)



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

tat per al conjunt d'una economia dependrà del pes dels diferents factors i de la seva pròpia estructura sectorial. Les diferències agregades per al conjunt de la UE i dels 27 Estats membres es poden veure al segon gràfic.

Destaquen països com Irlanda –que es manté folgadament com l'economia més exposada a les exportacions als EUA– i Eslovàquia, Hongria i Estònia, tots ells amb una elevada activitat manufacturera especialitzada en la fase final (*downstream*) de les cadenes de valor i amb presència de multinacionals. En aquests països, les exportacions brutes tendeixen a sobreestimar la dependència de l'economia del comerç amb els EUA si les comparem amb el valor efectivament afegit en el territori.

1. OCDE. [Inter-Country Input-Output tables](#).

2. Productes agrícoles, miners i manufactures.

Valor afegit en les exportacions mundials de béns als EUA

(% del valor afegit del sector, 2019)

	TOTAL	Agricultura	Mineria	Manufactures	Electricitat	Sanejament	Construcció	Comerç	Transport	Hoteleria	TIC	S. financers	S. immobiliaris	S. professionals	S. administratius	AP	Educació	Salut	Entreteniment	Altres serveis
UE-27	2,1	2,0	4,2	7,1	1,8	2,2	0,4	1,9	1,9	0,4	1,2	1,1	0,5	1,8	2,3	0,3	0,2	0,1	0,4	0,5
Irlanda	9,2	7,1	6,5	24,1	4,6	2,4	0,1	2,2	1,9	0,9	1,3	0,9	0,1	2,2	3,2	0,5	0,2	0,1	2,0	3,2
Dinamarca	3,4	2,8	5,6	14,5	1,8	1,9	0,9	2,4	2,3	1,4	1,6	1,0	0,8	3,1	3,3	0,3	0,4	0,4	0,2	1,2
Eslovàquia	2,5	1,3	2,4	7,0	1,4	0,8	0,8	2,5	1,9	0,2	1,2	1,3	0,8	2,7	2,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,7
Alemanya	2,5	1,3	4,4	6,9	2,0	2,8	0,6	2,1	2,5	0,6	1,6	1,2	0,7	2,1	2,4	0,4	0,2	0,0	0,2	0,5
Bèlgica	2,2	1,9	2,9	7,6	2,1	3,6	0,6	2,1	2,1	0,7	1,3	1,4	0,4	2,4	3,7	0,2	0,4	0,0	0,6	1,0
Àustria	2,1	2,5	4,4	6,7	2,1	2,9	0,6	2,2	1,9	0,4	1,1	1,4	0,5	1,9	1,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3
Itàlia	2,1	1,8	3,3	6,6	2,2	2,4	0,6	2,1	2,1	0,5	1,4	1,6	0,5	2,2	2,3	0,4	0,2	0,1	1,2	0,5
Hongria	2,1	1,5	3,1	5,9	1,9	1,6	0,2	1,9	1,7	0,2	1,4	1,1	0,5	2,1	2,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Suècia	2,0	3,5	7,3	6,8	1,5	2,8	0,6	2,1	2,0	0,6	1,3	1,0	0,6	1,7	2,6	0,4	0,1	0,1	0,5	0,6
P. Baixos	1,9	2,9	5,5	5,3	1,6	1,7	0,3	2,2	2,0	0,4	2,8	1,1	0,4	2,2	3,4	0,2	0,2	0,0	0,9	0,5
Eslovènia	1,9	1,5	3,2	4,8	1,9	2,3	0,7	1,8	1,7	0,2	1,0	1,0	0,4	1,9	1,9	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4
Finlàndia	1,8	2,9	4,3	5,7	1,7	2,8	0,2	1,7	2,4	0,2	1,3	1,0	0,3	1,8	2,4	0,5	0,3	0,0	0,2	0,3
R. Txeca	1,8	1,3	2,4	4,2	1,3	2,4	0,4	2,0	1,5	0,4	0,8	1,1	0,5	1,6	1,8	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5
Estònia	1,6	4,2	1,6	4,7	1,4	1,3	0,3	1,7	2,0	0,2	1,1	1,0	0,8	1,5	1,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
Luxemburg	1,5	1,5	5,6	5,9	3,8	4,5	0,4	2,5	2,1	0,3	1,4	1,0	0,7	1,6	4,7	0,1	0,2	0,1	0,4	1,1
Polònia	1,4	1,1	2,0	3,4	1,2	1,2	0,5	1,5	1,6	0,3	0,9	0,8	0,4	1,5	1,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
Lituània	1,4	1,4	4,2	3,3	1,2	0,8	0,3	1,3	1,9	0,1	0,7	0,7	0,5	1,2	1,8	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2
Bulgària	1,3	3,0	3,1	3,4	1,7	1,1	0,6	1,6	1,3	0,1	0,9	1,2	0,3	1,2	0,8	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Portugal	1,2	2,0	7,2	4,6	1,5	2,0	0,2	1,4	1,4	0,1	0,7	0,8	0,2	1,1	1,5	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
França	1,2	1,7	4,1	5,2	1,4	1,5	0,1	1,6	1,5	0,3	0,6	0,9	0,3	1,2	1,9	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5
Letònia	1,1	3,8	1,1	3,3	1,1	0,9	0,2	1,4	1,5	0,1	0,8	0,7	0,3	1,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Espanya	1,1	2,0	5,0	3,9	1,5	1,8	0,2	1,4	1,4	0,1	0,7	0,7	0,2	0,9	1,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,5
Malta	1,1	0,4	1,2	3,2	1,3	0,5	0,5	1,2	1,4	0,1	0,7	0,4	0,2	1,7	3,2	0,3	0,1	0,0	0,7	0,2
Romania	0,9	0,6	1,1	2,2	1,1	0,3	0,2	1,0	1,1	0,3	0,8	0,9	0,2	1,2	1,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,4
Grècia	0,9	3,3	9,6	3,2	1,6	0,5	0,2	0,9	1,4	0,0	0,3	0,6	0,3	1,2	0,6	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Croàcia	0,7	1,0	1,4	2,2	0,6	0,5	0,4	0,8	0,7	0,0	0,4	0,7	0,2	1,1	0,8	0,1	0,1	0,0	0,5	0,4
Xipre	0,5	4,1	2,5	0,9	0,3	0,3	0,2	0,4	1,6	0,0	0,7	0,6	0,1	1,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1

0% 5% ≥10%

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

El contrari succeeix en països com Xipre, Malta, Luxemburg i els Països Baixos, orientats a activitats de serveis situades en el segment inicial (*upstream*) de les cadenes de valor i amb una sensibilitat majoritàriament indirecta a allò que pugui ocórrer amb els aranzels sobre els béns als quals aporten valor afegit. En menor mesura, i amb més pes de les manufactures, també Romania, Croàcia, Polònia, la República Txeca i Bulgària mostren una certa especialització *upstream* en les cadenes de valor que condueixen a l'exportació de béns de països tercers als EUA.

Entre les principals economies, tal com succeeix per al conjunt de la UE, les diferències entre el valor de les exportacions directes i el valor afegit en el total de les exporta-

cions mundials de béns als EUA són petites i reflecteixen la seva diversificació productiva. Alemanya es manté com la més exposada, amb el 2,5% del PIB, seguida per Itàlia (el 2,1%, en línia amb l'agregat de la UE) i, a una certa distància, per França (l'1,2%) i per Espanya (l'1,1%), que comparteixen una aportació equilibrada entre el valor afegit als sectors de béns i de serveis.

Utilities, comerç, transport, serveis professionals i auxiliars, entre els sectors més afectats

De forma més detallada, la taula mostra, per al conjunt de la UE i dels Estats membres, el percentatge de valor afegit sectorial vinculat a les exportacions mundials de béns als EUA.

Lògicament, els sectors de béns són els que mostren un major percentatge de dependència. L'agricultura presenta un percentatge del 2% per al conjunt de la UE, amb valors elevats a Irlanda, i, en termes relatius, és el sector més afectat a Letònia i a Xipre. La mineria mostra un percentatge lleugerament superior al 4% en agregat, amb xifres molt superiors a Grècia, a Suècia i a Portugal, països on és el sector més exposat.

Les manufactures són clarament el sector amb un major percentatge de valor afegit vinculat a les importacions dels EUA, el 7% per al conjunt de la UE, gairebé el 25% en el cas d'Irlanda i prop del 15% a Dinamarca. Entre les principals economies, el sector manufacturer a Alemanya i a Itàlia presenta un percentatge similar a l'agregat, per damunt del 5% de França i del 4% d'Espanya.

Als serveis, però, hi ha un bon nombre de branques d'activitat que mostren un grau d'exposició similar al del conjunt de l'economia, al voltant del 2%. Aquests serveis inclouen no solament els més vinculats tradicionalment a l'exportació de béns, com el transport i el comerç –amb una importància similar a tots els Estats membres–, sinó també d'altres, com el subministrament d'electricitat, el gas i el sanejament d'aigües (*utilities*), així com els serveis professionals i científics –amb percentatges destacats a Dinamarca i a Eslovàquia– i els serveis administratius i auxiliars –amb valors elevats als països del Benelux. Pel que fa a la resta de branques de serveis, cal destacar la importància de les tecnologies de la informació i la comunicació als Països Baixos, amb un percentatge pròxim al 3%, en relació amb poc més de l'1% al conjunt de la UE.

L'evolució recent de les importacions dels EUA suggereix una mica més d'exposició de la UE

El gran desavantatge d'utilitzar l'enfocament de les cadenes de valor és el retard amb què es publiquen les taules *input-output* tant a nivell nacional com internacional. Per tractar de solucionar aquest inconvenient, hem fet una estimació per al 2023 basada en les dades de comerç bilateral dels EUA amb la resta del món desagregat per productes.³ Per limitacions de dades i per evitar riscos en la fiabilitat de l'exercici, mantenim l'anomenada matriu de coeficients tècnics (quins inputs s'utilitzen en el procés de producció i d'on provenen) existent el 2019.

Per al conjunt de la UE, el percentatge de valor afegit en les importacions mundials de béns dels EUA augmentaria 0,2 punts, fins al 2,3%, un increment coherent amb l'augment d'aquest mercat com a destinació de les exportacions europees.⁴ Per Estats membres, destaca l'augment a Eslovènia, que podria estar vinculat a l'increment de la seva participació en les cadenes de valor de productes far-

macèutics que Suïssa exporta als EUA. Per la seva banda, les principals economies mostren un increment semblant de 2 dècimes, que, en el cas d'Espanya, se situaria en l'1,3% del PIB. En sentit contrari, s'observa una disminució significativa als Estats membres amb un major percentatge de dependència, Irlanda i Dinamarca (superada, mínimament ara, per Eslovàquia).

Per tant, en els últims anys, veiem una tendència a una major exposició de l'economia europea a un aranzel universal sobre les importacions dels EUA, que, en conjunt, es manté encara moderada, però que presenta casuístiques sectorials i per país que és necessari considerar a l'hora d'avaluar-ne els efectes i les possibles respostes per part de la UE. Entre aquestes casuístiques, cal recordar la complexitat de les cadenes de valor i el paper fonamental que juguen les activitats de serveis com a proveïdors d'*inputs* necessaris en els processos de la indústria manufacturera.

David Martínez Turégano

3. [Utilitzem les dades de dos dígitos de la classificació HS i la correspondència de productes amb els sectors NACE disponible a les Nacions Unides.](#)

4. Vegeu el Focus «Exposició de l'economia europea a un augment d'aranzels als EUA», a l'IM12/2024.

El nou marc de governança econòmica de la UE

El 30 d'abril del 2024, va entrar finalment en vigor el nou marc de governança econòmica de la UE¹ a partir de les propostes realitzades per la Comissió el 2023.² Les noves regles fiscals continuen mantenint el 3% de dèficit públic i el 60% de deute públic com a llindars de referència, però busquen simplificar les normes pressupostàries, donant orientació sobre un únic indicador fiscal definit sobre la despesa primària neta (vegeu l'Annex tècnic), i donar més flexibilitat als Estats membres mitjançant l'elaboració dels plans a mitjà termini, que es converteixen en la pedra angular del nou marc de governança econòmica. Què podem esperar dels comptes públics europeus en els propers anys?

Llum verda de la Comissió als primers plans fiscals sota les noves regles

El 21 de juny del 2024, la Comissió va remetre als Estats membres una orientació preliminar per a l'elaboració dels plans estructurals pressupostaris a mitjà termini, amb la inclusió del marc de projeccions de deute a mitjà termini i de les principals hipòtesis pressupostàries, macroeconòmiques i financeres.³ Sobre la base d'aquesta informació, la Comissió va enviar als 16 països amb deute i/o amb dèficit per damunt dels llindars⁴ una trajectòria pluriennal de referència per a la despesa primària neta, així com la senda associada al saldo estructural primari, mentre que, per a la resta d'Estats membres, incloïa informació tècnica amb el valor mínim requerit per al saldo estructural primari al final del pla. En els dos casos, la informació remesa incloïa tant un escenari d'ajust sense extensió de quatre anys com un d'alternatiu amb una extensió de tres anys.

Després d'aquesta orientació preliminar, la Comissió i les autoritats nacionals van mantenir diàlegs tècnics previs a l'elaboració dels plans, que, d'acord amb la regulació, s'havien d'enviar, com a màxim, el 20 de setembre del 2024 i havien de contenir, entre altres elements, la següent informació:⁵ (i) la senda de despesa neta pluriennal i la justificació d'una possible desviació a l'alça sobre l'enviada per la Comissió; (ii) les hipòtesis macroeconòmiques i pressupostàries subjacents i la justificació de les desviacions en relació amb el marc de projeccions; (iii) les mesures fiscals-estructurals planificades; (iv) la coherència amb les recomanacions específiques per país del Consell i amb les prioritats comunes de la UE, així com la complementa-

riat amb el Pla de Recuperació i Resiliència i amb la resta de fons europeus, i v) si és el cas, els compromisos i l'impacte de les reformes i de les inversions que justifiquen una extensió del període d'ajust de tres anys.

El 26 de novembre del 2024, la Comissió va publicar l'anomenat paquet de tardor del Semestre Europeu 2025, en el qual recollia l'estat de situació del nou marc de governança econòmica.⁶ Dels 27 Estats membres, cinc no havien enviat els plans estructurals pressupostaris a mitjà termini, a causa de la celebració d'eleccions o de la formació de nous governs, inclosos tres països amb deute i/o amb dèficit per damunt dels llindars (Alemanya, Bèlgica i Àustria). Dels que sí que els havien enviat, la Comissió ha recomanat al Consell adoptar els plans de 20 Estats membres, mentre que continuava avaluant el d'Hongria i recomanava que els Països Baixos remetessin un pla revisat alineat amb la informació tècnica rebuda.⁷ Cinc dels països amb deute i/o amb dèficit per damunt dels llindars han sol·licitat l'extensió del període d'ajust de tres anys addicionals (Itàlia, França, Espanya, Romania i Finlàndia). Finalment, dels 17 països de la zona de l'euro que han d'enviar anualment l'esborrany del pressupost per al proper exercici, tres no l'havien enviat (Espanya, Bèlgica i Àustria), mentre que nou d'ells no estaven completament o parcialment alineats amb les recomanacions fiscals i amb la implementació dels plans a mitjà termini.

El següent pas és l'escrutini per part del Consell de les recomanacions de la Comissió,⁸ amb una atenció especial als Estats membres amb deute i/o amb dèficit per damunt dels llindars que, en els plans, han recollit un increment mitjà anual de la despesa primària per damunt de l'orientació rebuda,⁹ així com a la rellevància de les reformes i de les inversions que han inclòs els països que han sol·licitat una extensió del període d'ajust. En cas de discrepància, el Consell recomanarà la revisió dels plans a mitjà termini enviats o la fixació d'una senda de despesa en línia amb l'orientació rebuda de la Comissió. Amb posterioritat, de cara al paquet de primavera del Semestre Europeu 2025, els països membres hauran de remetre el primer informe anual sobre el progrés en la implementació dels plans a mitjà termini.

6. «[Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life](#)».

7. Només dos països (Dinamarca i Malta) van remetre els plans dins el termini del 20 de setembre del 2024. A partir de la recepció, la Comissió té sis setmanes per avaluar-los (amb la possibilitat d'extensió de dues setmanes addicionals). En el cas d'Hongria, el pla va ser remès el 4 de novembre.

8. La regulació contempla un termini de sis setmanes des de la recomanació de la Comissió.

9. Vegeu la taula 2 de l'Annex II a «[Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life](#)».

1. Vegeu [Regulation \(EU\) 2024/1263 of the European Parliament and of the Council](#).

2. Per a més detalls, vegeu l'article «[Un nou marc fiscal europeu per al 2024... serà possible?](#)», al Dossier de l'IM11/2023.

3. Recollides a les previsions de primavera del 2024 de la Comissió: [European Economic Forecast](#), primavera del 2024.

4. Alemanya, Àustria, Bèlgica, Xipre, Eslovàquia, Eslovènia, Espanya, Finlàndia, França, Grècia, Hongria, Itàlia, Malta, Polònia, Portugal i Romania.

5. El 21 de juny del 2024, es va publicar una guia orientativa sobre com presentar la informació en els plans: [Notice – Guidance to Member States on the Information Requirements for the Medium-Term Fiscal-Structural Plans and for the Annual Progress Reports](#).

Quin ajust fiscal es recull als plans a mitjà termini? Perspectives i riscos

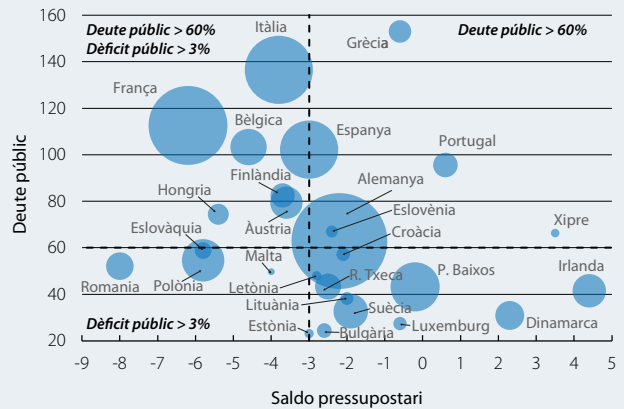
La situació de les finances públiques a la UE és compromesa després dels xocs acumulats des de la Gran Crisi Financera del 2009: la crisi del deute sobirà a la zona de l'euro fins al 2012, la pandèmia del 2020 i la invasió d'Ucraïna i la crisi energètica des del 2022. El primer gràfic mostra que la gran majoria d'Estats membres de la UE presenten deute i/o dèficit per damunt dels llindars, incloses economies sistèmiques com Itàlia, França i Espanya, que presenten nivells d'endeutament públic molt elevats (per damunt del llindar del 90% definit per la Comissió).

La correcció dels desequilibris fiscals és, sens dubte, un dels principals reptes de política econòmica per a la UE, tal com ho reflecteixen els esforços de consolidació inclosos en els plans a mitjà termini. Per il·lustrar-ho, ateses les dificultats interpretatives sobre la trajectòria del nou indicador fiscal de referència, preferim recollir un resum de les sendes esperades en el saldo estructural primari. Per fer-ho, prenem les xifres comunicades orientativament per la Comissió el 21 de juny del 2024, que, en contrast amb els plans enviats per cada Estat membre, presenten l'avantatge d'utilitzar una metodologia més homogènia per estimar el PIB potencial.

Sense disposar de les dades d'Alemanya, de Bèlgica i d'Àustria, el segon gràfic mostra l'ajust mitjà anual indicat per la Comissió en relació amb els valors estimats del 2024 tant sota la hipòtesi d'un període d'ajust de quatre anys com per a l'escenari amb l'extensió de tres anys. Entre els països que no han sol·licitat l'extensió del període d'ajust, destaca l'ajust d'1,3 p. p. per any a Eslovàquia, de 0,8 p. p. a Polònia i de 0,7 p. p. a Hongria; l'ajust és més moderat a Eslovènia i a Malta i reduït a Grècia, a Portugal i a Xipre. I, entre els països que sí que han sol·licitat una extensió de tres anys, el major ajust se situa en 0,7 p. p. anuals a Romania, seguit de 0,6 p. p. a Itàlia i a França, de 0,5 p. p. a Espanya i de 0,3 p. p. a Finlàndia. Ponderant pel PIB nominal dels països disponibles i considerant els diferents períodes d'ajust, l'increment anual esperat del saldo estructural primari s'aproximarà als 0,6 p. p. en els quatre propers anys. Un esforç de consolidació no menor per a aquestes economies.

El compliment dels ajustos previstos no està exempt de reptes, incloses les dificultats polítiques internes per aprovar els pressupostos que acompanyin la implementació dels plans a mitjà termini, com en el cas de França, on la falta de suports parlamentaris ha conduït a una moció de confiança i a la sortida del Govern. El complex escenari geopolític també planteja dubtes derivats de les necessitats creixents de despesa per cobrir les prioritats comunes de la UE, principalment les vinculades a l'autonomia estratègica i a la política de seguretat i defensa, així com per finançar el salt competitiu recollit a l'informe

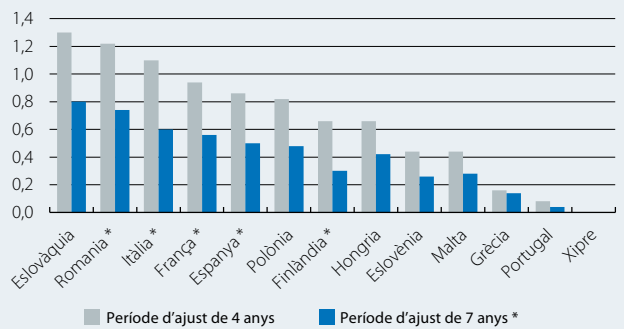
Saldo pressupostari i deute públic (% del PIB, 2024)



Nota: L'àrea dels cercles és proporcional al PIB nominal en euros del 2024.
Font: CaixaBank Research, a partir de les previsions de tardor del 2024 de la Comissió Europea.

Països amb deute i/o amb dèficit per damunt dels llindars

Ajust mitjà anual del saldo estructural primari en relació amb el 2024 (p. p. del PIB)



Nota: Alemanya, Bèlgica i Àustria no han enviat el pla estructural pressupostari a mitjà termini.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

Draghi.¹⁰ I, recuperant lliçons del passat, amb un baix creixement potencial de partida i amb l'esgotament progressiu de l'impuls dels fons NGEU, caldrà filar molt prim perquè l'efecte contractiu dels ajustos fiscals plantejats no acabi viciant l'objectiu inicial de reducció del deute públic. Tot plegat en un context en què els mercats financers ja han recollit –ara com ara, de manera moderada– nous episodis de diferenciació entre els títols sobirans dels Estats membres.

David Martínez Turégano i Rita Sánchez Soliva

10. Vegeu el Focus «[Draghi proposa una política industrial europea com a motor davant els reptes de les properes dècades](#)», a l'IM10/2024.

Annex tècnic

Les noves regles fiscals defineixen un indicador únic de despesa primària neta,¹ sobre el qual la Comissió remet als Estats membres amb deute i/o amb dèficit per damunt dels límits una trajectòria pluriennal de referència i una informació tècnica a la resta de països. Aquest és el punt de partida perquè els Governos nacionals elaborin un pla estructural pressupostari a mitjà termini amb mesures d'ajust a quatre anys vista,² amb la possibilitat d'una extensió de tres anys addicionals si incorporen reformes i inversions per impulsar el creixement econòmic i per donar suport a les prioritats comunes de la UE.³

La trajectòria de referència per a l'indicador de despesa primària neta ve determinada per la necessitat de garantir que el deute es trobi en una trajectòria clarament descendent després del període d'ajust o que es mantingui en nivells prudents, fins i tot en escenaris adversos. A més a més, també ha d'assegurar que el dèficit es redueixi i es mantingui per sota del 3% del PIB, considerant els costos associats a l'envelliment després del període d'ajust. De manera operativa, això es tradueix en la necessitat de complir una sèrie de requisits.

Pel costat del deute públic, el primer requisit és que la ràtio sobre el PIB ha de disminuir de manera contínua en els 10 anys posteriors al període d'ajust en l'escenari central de creixement, d'inflació i de tipus d'interès, així com en tres escenaris de risc definits per la Comissió, que consideren, respectivament, un major cost de finançament, un menor saldo estructural primari i un diferencial menys favorable entre creixement i cost de finançament.⁴ El segon criteri per al deute públic és que, en un entorn d'incertesa sobre l'escenari central, després de cinc anys, la ràtio sobre el PIB ha de ser igual o inferior al valor al final del període d'ajust amb una probabilitat, almenys, del

70%. I, finalment, el ritme anual de reducció de la ràtio sobre el PIB ha de ser, almenys, de 0,5 p. p. si se situa entre el 60% i el 90% i d'1 p. p. si supera el 90%.

I, pel costat del dèficit públic, el primer criteri, ja vigent en el marc de governança anterior, consisteix en un ajust anual d'almenys 0,5 p. p. per any si el dèficit supera el 3% del PIB,⁵ mentre que el segon requisit estableix per als països amb un dèficit estructural superior a l'1,5% del PIB un ajust anual del saldo estructural primari de 0,4 p. p. si el període d'ajust és de quatre anys o de 0,25 p. p. en cas de l'extensió de tres anys.

En definitiva, les noves regles fiscals defineixen un indicador únic de referència en termes de despesa primària neta, que contribueix, efectivament, a simplificar l'orientació pressupostària dels Estats membres, al mateix temps que manté el rigor analític necessari per avaluar la sostenibilitat del deute públic. No obstant això, la revisió de les normes també comporta algunes dificultats. La principal és que les lectures de política econòmica sobre la senda de despesa primària neta no són immediates i és difícil interpretar la magnitud dels ajustos fiscals requerits i l'impacte d'aquests ajustos sobre el creixement econòmic.

Alguns aspectes de la metodologia són també millorables, com, per exemple, els criteris per a la definició dels escenaris de risc, que són una mica arbitraris tant en la magnitud de l'estrès (la mateixa per a tots els països, incloses les desviacions en el saldo estructural primari independentment de l'ajust que calgui realitzar) com en el moment en què tenen lloc (al final del període d'ajust) i en la seva durada (uns són temporals, com la pujada de tipus d'interès, i altres són permanents).

1. Definit per la regulació com la despesa pública una vegada deduïts: (i) el pagament d'interessos, (ii) les mesures discrecionals d'ingressos, (iii) la despesa vinculada a programes de la UE completament finançats per ingressos provinents de fons de la UE, (iv) la despesa nacional per al cofinançament de programes finançats per la UE, (v) els elements cíclics de la despesa en prestacions per atur, i (vi) les mesures de despeses i d'ingressos associats a esdeveniments únics o temporals.

2. Quatre o cinc anys en funció de la durada del període legislatiu a cada Estat membre.

3. Entre elles, la transició verda i digital, la seguretat energètica, l'autonomia estratègica, l'estratègia de seguretat i defensa, els reptes demogràfics, els objectius d'ocupació i la resiliència i la convergència socioeconòmiques.

4. Vegeu el «[Debt Sustainability Monitor 2023](#)».

5. L'ajust fa referència al saldo estructural primari entre el 2025 i el 2027 i al saldo estructural total a partir del 2028.

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	10/24	11/24	12/24
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	4,9	2,9	3,4	3,5	3,8	3,9	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	105,4	102,7	106,3	98,9	102,2	109,6	112,8	104,7
Producció industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,5	0,0	–0,4	–0,5	–0,9	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,9	49,1	48,8	47,1	46,5	48,4	49,3
Habitatges iniciats (milers)	1.552	1.421	1.481	1.407	1.340	1.332	1.312	1.289	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	307	312	322	325	329	332	334	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,7	3,8	4,0	4,2	4,1	4,2	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,0	60,3	60,3	60,2	60,1	60,1	60,0	59,8	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–3,0	–3,0	...
Preus									
Inflació general	8,0	4,1	3,2	3,2	3,2	2,6	2,6	2,7	...
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	10/24	11/24	12/24
Activitat									
PIB real	0,9	1,5	0,7	–0,9	–0,9	0,5	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	32,2	35,2	36,5	38,9	37,0	36,8	36,2	36,4	36,2
Producció industrial	0,0	–1,4	–0,9	–4,3	–2,9	–1,8	–0,3	–2,0	...
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	2,5	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	2,2	2,9	...
Inflació subjacent	1,1	3,9	3,9	3,2	2,2	2,0	2,2	2,4	...

XINA

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
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	4,8	3,0	...
Producció industrial	3,4	4,6	6,0	5,8	5,9	5,0	5,3	5,4	...
PMI manufactures (oficial)	49,1	49,9	49,3	49,7	49,8	49,4	50,1	50,3	50,1
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	865	841	863	895	935	964	...
Exportacions	7,1	–5,1	–3,3	–1,7	4,4	5,4	12,5	7,0	...
Importacions	0,7	–5,5	0,9	1,7	2,6	2,4	–2,3	–3,9	...
Preus									
Inflació general	2,0	0,2	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,3	0,2	...
Tipus d'interès de referència ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1
Renminbi per dòlar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,2	7,3

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	10/24	11/24	12/24
Vendes al detall (variació interanual)	1,4	-1,9	-0,6	-0,2	0,2	1,9	1,9	...	...
Producció industrial (variació interanual)	1,7	-1,7	-3,6	-4,7	-3,8	-1,6	-1,2	...	...
Confiança del consumidor	-21,9	-17,4	-16,7	-15,4	-14,3	-13,2	-12,5	-13,7	-14,5
Sentiment econòmic	102,1	96,4	94,9	96,0	95,9	96,2	95,7	95,8	...
PMI manufactures	52,1	45,0	43,9	46,4	46,3	45,5	46,0	45,2	45,1
PMI serveis	52,1	51,2	48,4	50,0	53,1	52,1	51,6	49,5	51,6
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	7,4	7,5	7,5	7,6	7,7	...
Itàlia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,5	7,1	6,7	6,1	5,8	5,7	...
PIB real (variació interanual)	3,6	0,5	0,1	0,4	0,5	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	10/24	11/24	12/24
General	8,4	5,5	2,7	2,6	2,5	2,2	2,0	2,2	2,4
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	10/24	11/24	12/24
Saldo corrent	0,0	2,1	2,1	2,6	3,1	3,6	3,7	...	...
Alemanya	4,4	5,8	5,8	6,1	6,3	6,2	6,1	...	...
França	-1,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	...
Itàlia	-1,7	0,0	0,0	0,5	0,9	1,0	1,1	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	95,0	94,1	93,4

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	6,7	2,7	0,1	0,3	0,4	0,8	1,2	1,0	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	4,4	1,7	0,5	0,3	0,3	0,6	0,8	0,9	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	1,8	4,6	5,2	5,1	5,1	4,9	4,6	4,4	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	2,0	4,4	4,9	4,8	4,8	4,7	4,4	4,3	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	6,3	-8,5	-10,8	-8,8	-5,5	-2,5	0,1	1,5	...
Altres dipòsits a curt termini	4,5	21,1	21,1	18,4	14,4	10,5	7,3	6,1	...
Instrumentos negociables	3,7	20,3	19,9	20,5	19,7	21,9	20,1	17,0	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,5	2,7	3,3	3,2	3,1	3,0	2,7	2,6	...

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

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

L'economia espanyola acaba el 2024 entre els primers de la classe

El 2024 ha estat un any de sorpreses a l'alça. Al gener, el consens d'analistes publicat per Funcas situava les seves previsions de creixement del PIB per al conjunt de l'any en l'1,6%. Al novembre, aquesta xifra gairebé es va doblar fins al 3,0%, lleugerament per damunt del 2,8% estimat al setembre des de CaixaBank Research. En aquesta línia, al desembre, el Banc d'Espanya va revisar a l'alça les previsions de creixement del PIB, fins al 3,1% per al 2024 i fins al 2,5% per al 2025 (0,3 p. p. més que en les previsions anteriors en els dos casos). Pel que fa a la inflació, el Banc d'Espanya ha deixat les previsions gairebé inalterades, amb un petit ajust d'1 dècima a l'alça el 2026, fins a l'1,8%.

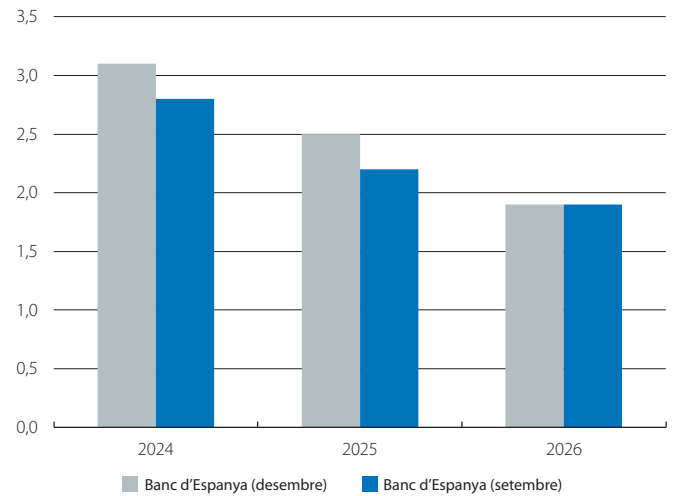
Al final de l'any passat, esperàvem que es produís un canvi en el patró de creixement cap a un major pes de la demanda interna, després de dos anys en què el motor del creixement havia estat la demanda externa. La normalització del sector turístic i l'esgotament dels estalvis acumulats durant la pandèmia ens feien pensar que aquest canvi en el patró productiu aniria acompanyat d'una lleugera desacceleració. No obstant això, les exportacions, en especial les de serveis, tant turístics com no turístics, han continuat batent rècords, i el consum de les llars ha estat més dinàmic del que es preveia, la qual cosa explica el degoteig de revisions a l'alça al llarg de l'any. Els principals indicadors apunten al fet que el bon funcionament de l'economia va continuar durant el 4T 2024. De cara al 2025, preveiem que el creixement continuarà sent dinàmic, tot i que és probable que no tant com el 2024.

El PIB va continuar creixent de manera dinàmica en el 3T 2024. En la segona estimació del PIB del 3T, l'INE va confirmar que el creixement de l'economia es va situar en el 0,8% intertrimestral, un ritme de creixement similar al del 2T, i el 6,6% per damunt del nivell del 4T 2019. El canvi en el patró de creixement es va consolidar en avançar el consum de les llars i el consum públic l'1,2% i el 2,5%, respectivament, el major ritme d'avanç dels dos últims anys. En canvi, la inversió va caure l'1,3% i es manté el 0,5% per sota del nivell del 4T 2019. Finalment, les exportacions van continuar avançant de forma força dinàmica, però el major creixement de les importacions va comportar una contribució negativa del sector exterior de 0,2 p. p. al creixement intertrimestral.

Els principals indicadors auguren una bona dada de creixement per al 4T. Sense disposar de la dada de creixement de l'últim trimestre de l'any, els principals indicadors d'activitat van mantenir els bons registres de la resta del trimestre. L'indicador de consum de CaixaBank Research va créixer al desembre el 3,2% interanual i va tancar el millor trimestre de l'any amb un avanç del 4,0%. D'aquesta manera, el 2024, el consum dels espanyols va créixer, de mitjana, el 3,5% interanual (el

Espanya: projeccions del PIB del Banc d'Espanya

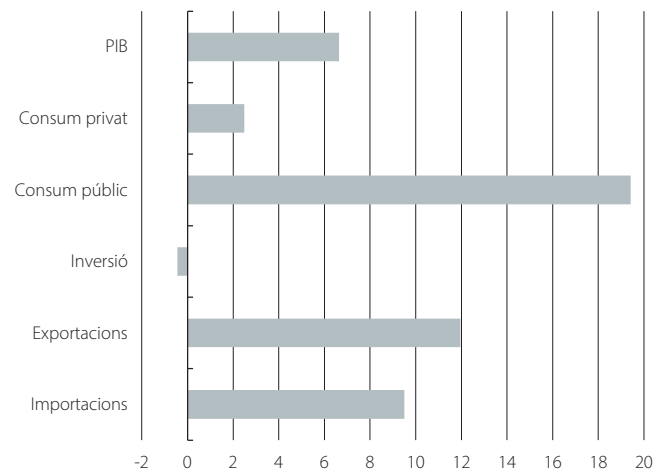
Variació interanual (%)



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

Espanya: PIB i els seus components

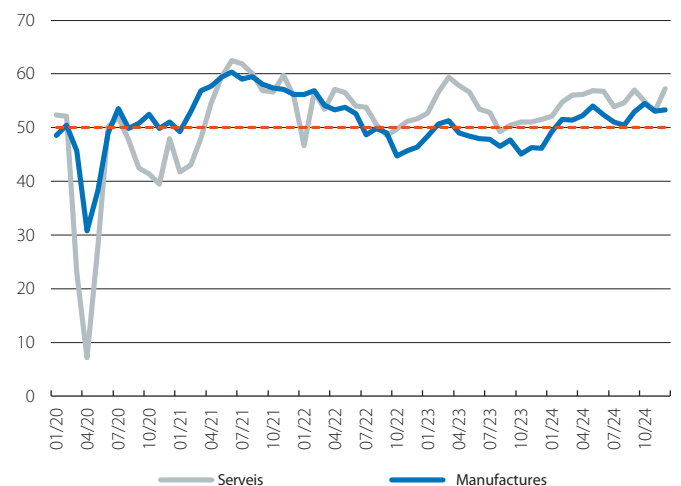
Variació en el 3T 2024 en relació amb el 4T 2019 (%)



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

Espanya: PMI

Nivell



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

4,8% el 2023), i la inflació es va moderar, de mitjana, fins al 2,8% (el 3,5% el 2023). D'altra banda, els índexs de confiança empresarials es mantenen còmodament en la zona d'expansió, per damunt dels 50 punts: l'índex PMI del sector serveis va pujar amb força al desembre, fins als 57,3 punts (53,1 al novembre), mentre que el de les manufactures es va mantenir en un registre similar al del mes anterior (53,3 al desembre vs. 53,1 al novembre).

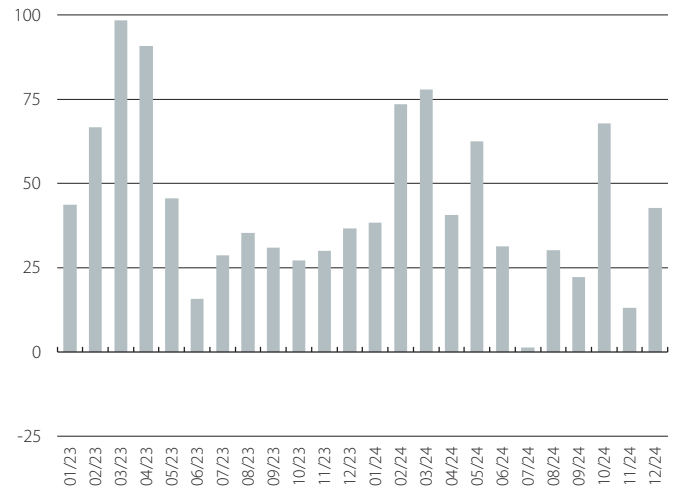
Un bon any per a l'ocupació. La creació d'ocupació, clau per entendre el bon funcionament de l'economia al llarg del 2024, es va tornar a accelerar al desembre en sumar 35.500 nous afiliats, per damunt dels 29.900 del mateix mes del 2023. Així, el mercat laboral espanyol va tancar l'any amb un augment de més de 500.000 nous afiliats, xifra que situa el nombre total d'afiliats a la Seguretat Social en 21.337.962. En termes desestacionalitzats, l'augment va ser de 42.700 nous afiliats, de manera que el creixement intertrimestral de l'afiliació en el 4T es va accelerar fins al 0,5%, en relació amb el 0,3% del trimestre anterior. Finalment, el nombre d'aturats va caure en 25.300 persones i situa el nombre total en els 2,560 milions, la xifra més baixa des del desembre del 2007.

La bona marxa del mercat laboral impulsa la renda de les famílies. La renda bruta disponible de les famílies (RBD) va créixer el 8,2% interanual en el 3T. El principal factor que explica aquest augment de l'RBD es la bona marxa del mercat laboral, que va impulsar el creixement de la remuneració dels assalariats fins al 7,4%, mentre que les prestacions socials van créixer menys, el 5,8%. Atès que l'augment de la despesa en consum final va ser del 6,6% (inferior al de la renda bruta), la taxa d'estalvi va augmentar. En concret, la taxa d'estalvi acumulada de quatre trimestres va pujar en 0,3 p. p., fins al 13,7%.

La inflació continua repuntant, però es manté continguda. Durant el 4T, la inflació ha estat marcada per una tendència a l'alça, després d'assolir al setembre el registre més baix des del començament del 2021. Així, al desembre, segons la dada avançada per l'INE, la inflació va pujar per tercer mes consecutiu, fins al 2,8%, 0,4 p. p. més que al novembre, impulsada, principalment, pel preu dels carburants i, en menor mesura, pels preus dels serveis relacionats amb l'oci i la cultura. La inflació subjacent, d'altra banda, va repuntar 0,2 p. p., fins al 2,6%. Les dades tant de la inflació general com de la subjacent es van situar per sota del rang esperat per CaixaBank Research en l'escenari vigent que vam elaborar al setembre, en bona part pel fet que els preus de l'energia s'han mantingut més continguts del que s'esperava. Si es confirmen aquestes dades, el 2024, la inflació general mitjana se situaria en el 2,8% interanual (el 3,5% el 2023) i la inflació subjacent mitjana, en el 2,9% (el 6,0% el 2023).

Espanya: afiliats a la Seguretat Social

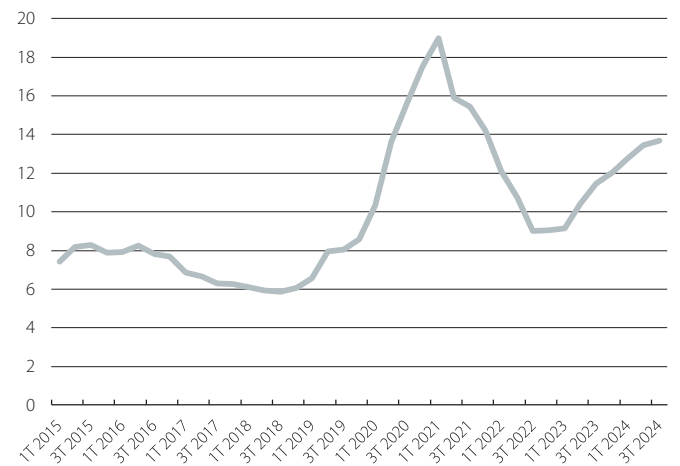
Variació intermensual (milers) *



Nota: * Dades desestacionalitzades.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISMM.

Espanya: taxa d'estalvi de les llars

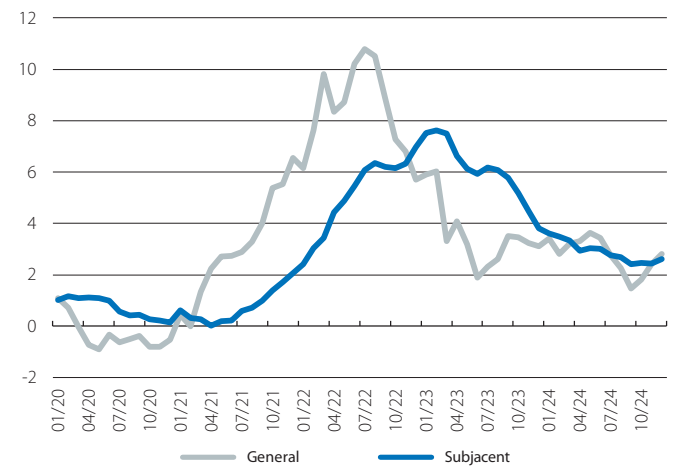
Renda bruta disponible (%)



Nota: Acumulat de quatre trimestres.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: inflació

Variació interanual (%)



Nota: La inflació subjacent exclou els aliments no processats i l'energia.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

El repunt de l'estalvi: magnitud, distribució i importància de la demografia

Les últimes dades reafirmen l'elevat estalvi

Les dades dels comptes no financers del 3T confirmen que la taxa d'estalvi de les llars espanyoles continua sent molt elevada: en l'acumulat dels quatre últims trimestres, ja assoleix el 13,7% de la renda bruta disponible (RBD), un augment notable, tant en relació amb un any enrere (l'11,5%) com en relació amb la mitjana històrica del 7,3% del 2015-2019. Això és el resultat d'un creixement molt dinàmic de l'RBD (nominal) en els tres primers trimestres del 2024, del 9,4% interanual i superior al de la despesa (nominal) de les famílies, del +6,7%. D'aquesta manera, en l'últim any i mig, la taxa d'estalvi ha repuntat en 4,6 punts i, des del final del 2019, en 5,1 punts.

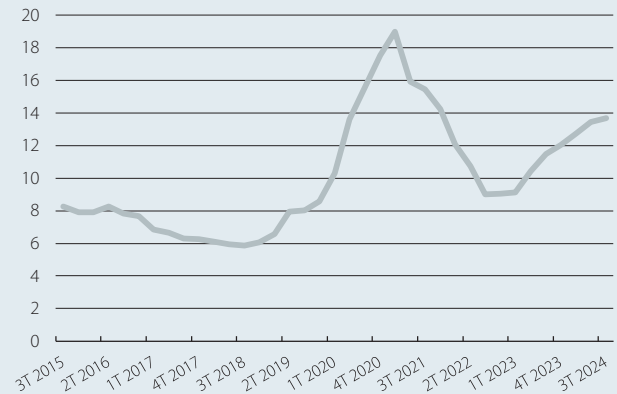
No obstant això, aquest augment de la taxa d'estalvi pot variar de forma substancial en funció del nivell de renda de les llars, de manera que és important analitzar com es distribueix en funció del nivell d'ingressos. Amb dades internes de CaixaBank degudament anonimitzades, observem un augment de la taxa d'estalvi de 4,6 punts entre el final del 2019 i el 2T 2024, molt similar als 4,8 punts observats en els comptes no financers en aquest mateix interval temporal. Menys del 2% del repunt és aportat per les llars del primer quartil de renda; el 21%, per les del segon quartil; el 28%, per les del tercer quartil, i un elevat 49% per les del quart quartil (vegeu el tercer gràfic). Aquest pes tan substancial del quart quartil, que és el que, d'altra banda, té més capacitat d'estalvi, és similar en magnitud a l'estimat pel Banc d'Espanya en les projeccions macroeconòmiques del setembre.

Hi ha factors estructurals que expliquen l'augment de l'estalvi? Una anàlisi per edats

La fortalesa de l'estalvi el 2024 reflecteix una mirada de factors, alguns conjunturals i altres més estructurals. Entre els conjunturals, destaquen els tipus d'interès alts, que incentiven l'estalvi financer en augmentar-ne el rendiment; sense anar més lluny, en el 2T, les famílies van adquirir actius financers per valor de 53.465 milions, gairebé el doble de la mitjana dels 2T del 2014-2019 (27.650 milions). Altres motius que expliquen el major estalvi poden ser també per destinar-lo a amortitzar deute, per uns nivells de confiança per sota de les mitjanes i potser, fins i tot, per una major prudència per part de les llars després dels xocs recents (COVID, energia i encariment dels aliments).

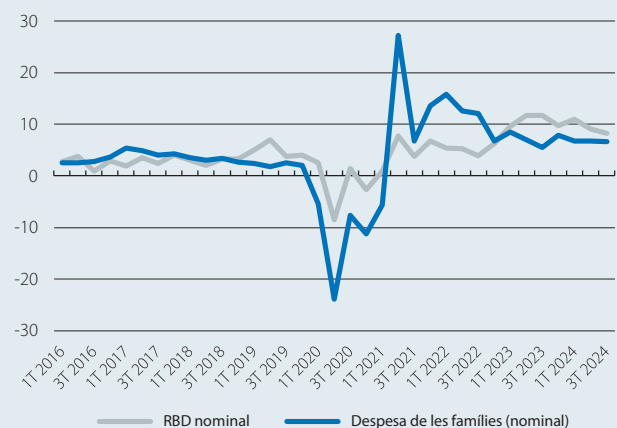
La taxa d'estalvi anirà reculant en els propers anys, gràcies a la millora en els factors cíclics propiciada per la reducció dels tipus d'interès i per la millora del clima de confiança. No obstant això, existeix una gran incertesa sobre la velo-

Espanya: taxa d'estalvi de les llars
(% de la renda bruta disponible)



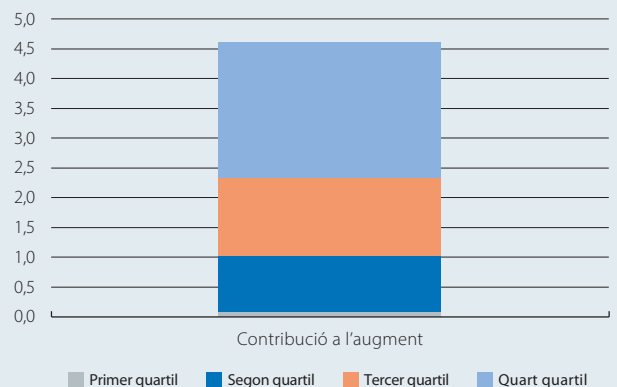
Nota: Acumulat de quatre trimestres.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: renda bruta disponible (RBD) i consum de les llars
Variació interanual (%)



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

Espanya: augment de la taxa d'estalvi entre el 2019 i el 2024 per grups d'ingressos
(p. p. de la renda bruta disponible)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

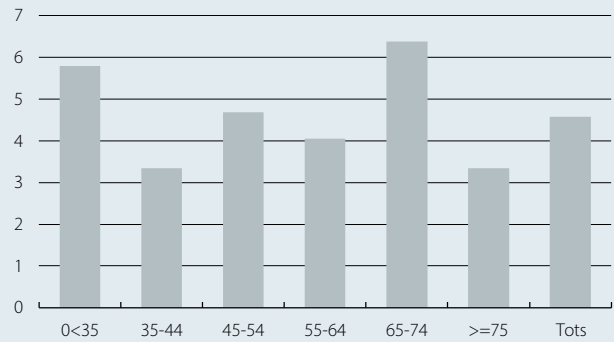
ciat a la qual es reduirà la taxa d'estalvi. Si el repunt de l'estalvi que estem veient respon també a factors estructurals, llavors el descens de la taxa d'estalvi en els propers anys podria ser relativament suau i gradual.

Entre els factors estructurals, el que més s'ha destacat en el debat públic des d'un punt de vista teòric ha estat l'envelliment de la població.¹ Això podria ser degut al fet que, en haver augmentat la longevitat, aquestes llars consideren que, en l'actualitat, han d'estalviar més de cara a les despeses sanitàries dels propers anys. En aquesta segona part de l'article, analitzem de manera empírica, gràcies a les dades internes i anonimitzades de CaixaBank, si es confirma que l'envelliment pot explicar una part de l'augment de la taxa d'estalvi agregada.

Doncs bé, segons les dades internes, són precisament les generacions entre els 65 i els 74 anys² les que més han augmentat la taxa d'estalvi entre el juliol del 2023 i el juny del 2024 en relació amb el 2019, tal com s'observa al quart gràfic,³ mentre que el repunt de la taxa d'estalvi de les llars en edat de treballar és inferior a la mitjana (i una mica superior per als autònoms que per als treballadors per compte d'altri). En concret, el repunt en la taxa d'estalvi per a les cohorts entre els 65 i els 74 anys és el 32% superior a l'observat en la mitjana per a tota la mostra, que és de 4,6 p. p. Això fa pensar que els factors estructurals podrien estar jugant un paper rellevant a l'hora d'explicar l'augment de l'estalvi, de manera que, possiblement, contribuiran a suavitzar la velocitat a la qual es reduirà la taxa d'estalvi de les llars espanyoles a nivell agregat.

Eduard Alcobé i Javier Garcia-Arenas

Espanya: augment de la taxa d'estalvi per grups d'edat entre el 2019 i el 2024
(p. p. de la renda bruta disponible)



Nota: La mostra és oberta i les llars que entren en la mostra analitzada han de tenir un ingrés mensual d'almenys 100 euros. Eliminem, per netejar la mostra, les llars que apareixen el 2019 i en l'actualitat amb augments de consum, entre el 2019 i el 2023, superiors al 120% o caigudes superiors al 50%.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

1. L'AIReF també troba que les generacions més grans són les que han augmentat més l'estalvi. Vegeu el Requadre 2 de l'«Informe sobre la ejecució presupuestaria, deuda pública y regla de gasto 2024», publicat al juliol passat.

2. En el cas de les llars formades per més d'una persona, agafem l'edat del membre de la llar amb més ingressos.

3. La taxa d'estalvi és la suma de tots els ingressos menys totes les despeses en el numerador i la suma de tots els ingressos en el denominador. Hem agregat aquests conceptes entre el juliol del 2023 i el juny del 2024 i els hem comparat amb l'any 2019 per obtenir el repunt de la taxa d'estalvi entre aquests dos períodes. Per als ingressos, s'han tingut en compte les principals fonts d'ingressos: nòmines, prestacions d'atur, pensions públiques i ajuts públics. No hem inclòs els lloguers cobrats ni pagats. Pel que fa al consum, hem examinat els moviments amb targetes i les retirades d'efectiu dels caixers i hem inclòs també els rebuts domiciliats i les transferències de persones físiques a jurídiques.

L'apetència dels estrangers per comprar un habitatge a Espanya després de la pandèmia

La demanda d'habitatge a Espanya per part d'estrangers ha crescut de forma molt significativa després de la pandèmia. Segons les dades de transaccions immobiliàries del Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana, els estrangers van comprar 125.857 habitatges en l'últim any fins al 3T 2024, el 18,4% del total, la qual cosa representa un 30,7% més de transaccions que el 2019.¹ En comparació, les compravendes per part d'espanyols es troben el 17,7% per damunt del nivell del 2019. No hi ha dubte que la demanda estrangera és un pilar fonamental per explicar la fortalesa de la demanda d'habitatge en l'actual cicle expansiu. Com veurem, una gran part d'aquesta demanda procedeix d'estrangers que resideixen a Espanya, un col·lectiu que ha anat en augment en els últims anys, durant els quals s'ha produït una arribada notable d'immigrants al nostre país.

Diferències entre els compradors estrangers residents i els no residents

Entre els compradors estrangers, s'observa un comportament diferent entre els que resideixen a Espanya i els que no. Aquests dos col·lectius presenten, en general, motius de compra diferenciats: els no residents solen adquirir un habitatge a Espanya per motius vacacionals i tenen preferència per les zones turístiques, mentre que els residents ho solen fer per motius laborals o educatius, i és més habitual que comprin en zones més urbanes.² També hi ha diferències pel que fa al preu mitjà per metre quadrat dels habitatges adquirits: els no residents adquireixen habitatges de major preu per metre quadrat (2.895 €/m² en el 1S 2024) que els residents (1.734 €/m²) i que els nacionals (1.659 €/m²).³ Pel que fa a les nacionalitats, els principals compradors no residents procedeixen de països europeus, amb els britànics, els alemanys, els holandesos, els belgues i els francesos al capdavant (el 48,5% del total). Entre els estrangers residents, els marroquins van ser els principals compradors en el 1S 2024, seguits pels romanesos i pels italians, i van liderar la quota de compravendes a la majoria de comunitats autònomes, amb l'excepció de Galícia i de Madrid, on van ser els portuguesos i els xinesos, respectivament, els que van acumular un major nombre de compravendes.

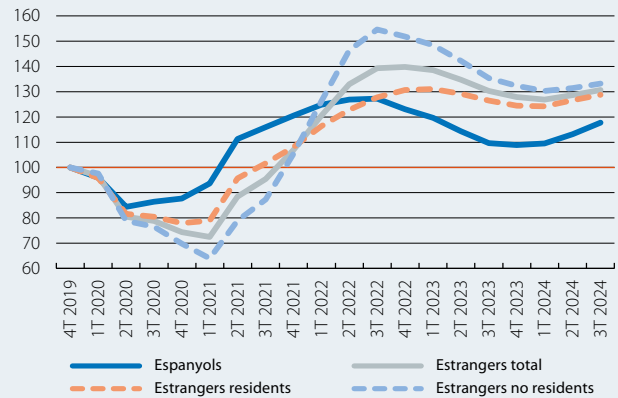
1. Segons el Col·legi de Registradors, les compravendes per part d'estrangers van representar el 14,9% del total, unes 87.600 compravendes, amb dades acumulades de quatre trimestres fins al 3T 2024. En aquest article, utilitzem les dades del Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana (procedents de Notariat), perquè permeten distingir entre estrangers residents i no residents.

2. Les compravendes d'estrangers no residents representen al voltant del 44% del total de compravendes d'estrangers (dades acumulades de quatre trimestres fins al 3T 2024).

3. Dades sobre preu mitjà i sobre nacionalitats de Notariat, «Informe analític de compravenda de vivienda por parte de extranjeros 1S 2024».

Espanya: compravendes d'habitatges per nacionalitat i per residència del comprador

Índex (100 = 4T 2019)



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

Al gràfic s'observa que, durant la pandèmia, les compravendes d'estrangers no residents van recular de forma més intensa (el -30,2%, en relació amb el -22,1% dels estrangers residents i amb el -12,2% dels espanyols el 2020), a causa de les restriccions a la mobilitat internacional en aquell moment. No obstant això, les adquisicions de no residents van experimentar un fort repunt el 2021 i, en especial, el 2022, molt superior al dels residents i espanyols.

Amb l'augment dels tipus d'interès, les compravendes van recular per a totes les tipologies de comprador el 2023. No obstant això, el descens va ser més moderat per als estrangers residents (el -4,7%) que per als no residents (el -12,9%) i per als espanyols (el -11,6%), perquè la pujada de tipus d'interès ha coincidit amb una onada migratòria⁴ molt significativa que està impulsant la compravenda d'habitatge per part d'estrangers residents.⁵

Diferències regionals: els estrangers trien zones turístiques i urbanes

L'auge de la compravenda d'habitatges per part d'estrangers no ha afectat per igual tot el territori, perquè les compravendes es concentren a les zones turístiques (arxipèlags i arc mediterrani) i a les urbanes (en especial, Barcelona i Madrid). La taula recull les 10 províncies amb un major nombre de compravendes d'estrangers en el 3T 2024 (acumulat de quatre trimestres). Aquestes províncies

4. Augment proper a un 1 milió de persones estrangeres entre el 2022 i el 2023.

5. Per a una anàlisi sobre la relació entre l'increment de població i l'augment del preu de l'habitatge, vegeu «Població i preu de l'habitatge a Espanya: una relació estreta», publicat a l'Informe Sectorial Immobiliari 1S 2024.

van acaparar el 76% del total de compravendes d'estrangers i el 90% de les compravendes de no residents, però només el 66% de les de residents, la qual cosa mostra la major dispersió geogràfica d'aquestes últimes.

Alacant és la província amb més compradors estrangers, que protagonitzen, aproximadament, la meitat del total de compravendes, amb una gran presència de no residents (el 68,6% del total d'estrangers). Altres províncies turístiques, com Màlaga o les Balears, també es caracteritzen per l'elevat pes dels estrangers no residents. En canvi, els estrangers residents predominen a Barcelona, a Madrid i a València.

El final dels visats d'or tindrà un impacte limitat

El 2013, es va aprovar la Llei 14/2013, que permetia a persones no residents a la UE obtenir permisos de residència a Espanya a canvi d'inversions significatives al país, com la compra d'immobles per més de 500.000 euros. Segons les dades del Govern, des que es va aprovar la llei fins a l'octubre del 2024, s'han concedit 15.149 visats d'or o Golden Visas vinculades a inversions en béns immobles, la majoria a ciutadans de la Xina, de Rússia, del Regne Unit, dels EUA, d'Ucraïna, de l'Iran, de Veneçuela i de Mèxic. Les principals províncies d'inversió són Barcelona, Madrid, Màlaga, Alacant, les Balears i València, que concentren el 90% de les autoritzacions concedides a tot el territori nacional.⁶

La Comissió Europea ha mostrat, en reiterades ocasions, la seva preocupació per aquesta mena de programes que ofereixen la residència a canvi d'inversió, atès que poden exposar la UE a riscos de seguretat, de rentat de diners i d'evasió fiscal, preocupació que s'ha intensificat arran de la guerra a Ucraïna. Diversos països estan retirant aquests tipus d'esquemes.⁷ A Espanya, la llei que posa fi als visats d'or ha estat aprovada al gener del 2025 i entrarà en vigor a l'abril. No obstant això, l'impacte d'aquesta eliminació sobre el mercat immobiliari hauria de ser limitat, perquè representen una fracció molt poc significativa del total de compravendes.

Judit Montoriol Garriga

Top 10 de províncies per compravendes d'habitatges per part d'estrangers

	Nombre	Variació entre el 2019 i el 3T 2024	% d'estrangers *	% de no residents **
Total nacional	125.857	30,7%	18,4	44,0
Alacant	28.239	35,3%	50,9	68,6
Màlaga	14.094	36,1%	38,1	72,1
Barcelona	10.930	35,5%	16,6	16,9
Madrid	8.459	11,2%	10,2	13,0
València	8.380	35,4%	20,4	22,4
Múrcia	7.349	42,0%	28,4	57,2
Balears	5.689	2,2%	37,7	66,8
Santa Cruz de Tenerife	4.931	24,1%	38,6	56,2
Las Palmas	4.069	15,6%	28,8	56,0
Girona	3.983	9,8%	27,6	56,5

Notes: Dades acumulades de 4 trimestres fins al 3T 2024. * Compravendes d'estrangers, en percentatge del total de compravendes. ** Compravendes dels no residents, en percentatge del total d'estrangers.

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

6. La Llei orgànica 1/2025, de 2 de gener, de mesures en matèria d'eficiència del Servei Públic de Justícia deixa sense contingut els articles 63 a 67 de la Llei 14/2013 que establien les condicions per optar a la Golden Visa.

7. Irlanda va suprimir el visat daurat al febrer del 2023, Portugal va eliminar el visat d'inversió immobiliària el 2023 i els Països Baixos van suprimir el seu al gener del 2024. Albània tenia previst introduir una Golden Visa el 2022, però la Comissió Europea la va instar a abstenir-se'n.

El turisme internacional de negocis des de la pandèmia

Després d'un 2023 en què els principals indicadors turístics van reprendre els nivells màxims del 2019, el sector turístic espanyol no solament continua sense mostrar signes d'esgotament cíclic, sinó que ha mantingut el seu atractiu al llarg del 2024, en especial entre els turistes internacionals. El 2024, estímem que al voltant de 94 milions de turistes estrangers van visitar el nostre país, xifra que representa un augment de 9 milions en relació amb el 2023 (un creixement del 10%).¹

Malgrat l'alta competitivitat del model turístic espanyol, la recuperació dels diferents tipus de turistes ha estat desigual. Aquest article examina com han variat els motius de les visites internacionals, comparant la situació actual amb la del 2019, per avaluar si hi ha hagut canvis significatius en els patrons de consum rellevants per al sector. Per dur a terme aquesta anàlisi, s'utilitzen les estadístiques d'arribades de turistes internacionals de l'INE (FRONTUR), que distingeixen entre tres motius principals de viatge: oci, esbarjo i vacances; negocis i motius professionals, i altres motius.

El principal motiu pel qual els estrangers visiten Espanya és vacacional i d'oci. El 2024, van visitar el nostre país 81 milions de turistes estrangers per aquest motiu (l'anomenat turista vacacional i d'oci), uns 8 milions més que el 2019. No obstant això, el col·lectiu que més creix és el dels turistes per «altres motius», que ha repuntat més del 40% en relació amb el 2019 (2,4 milions de visites addicionals el 2024). En aquesta categoria, s'inclouen viatges que poden englobar les visites a familiars i a amics, els estudis, els tractaments mèdics o, fins i tot, les peregrinacions religioses, entre d'altres. Malgrat que és cert que el seu pes sobre el total d'arribades és molt més modest que en el cas de l'oci i esbarjo, ja representa el 8,2% de les arribades al nostre país, 2 punts més que el 2019.

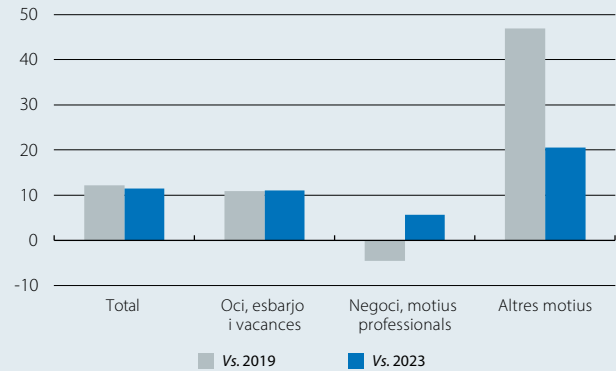
Finalment, les arribades per negocis i motius professionals (l'anomenat turista de negocis) són les úniques que encara no han recuperat els nivells pre-pandèmia: hi ha una bretxa d'unes 240.000 arribades en relació amb els nivells del 2019, i, a més, són les que menys estan creixent en l'actualitat (el 5,7% el 2024, en relació amb l'11% per motius d'oci i amb el 21% per altres motius). Entre els principals emissors de turistes de negocis, els majors descensos es produeixen en les arribades de turistes portuguesos, belgues i britànics, entre d'altres, mentre que només destaca l'augment de les visites procedents dels EUA.

Les tendències laborals postpandèmia, amb un increment significatiu del teletreball, l'ús exponencial d'eines que

1. Les dades que es recullen en aquest article consideren l'acumulat de 12 mesos fins al mes de novembre, última dada disponible a l'hora de tancar-lo, i es comparen amb el mateix període per al 2019 i el 2023.

Espanya: arribada de turistes segons el motiu del viatge

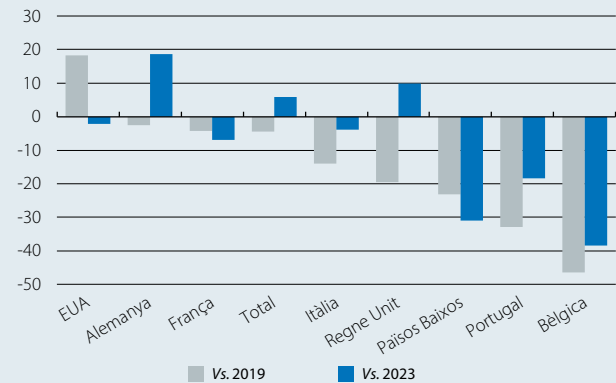
Variació durant l'any 2024 (%)



Nota: Les dades corresponen a la mitjana de 12 mesos fins al novembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: arribades de turistes de negocis segons la procedència

Variació durant l'any 2024 (%)



Nota: Les dades corresponen a la suma de 12 mesos fins al novembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

faciliten les reunions virtuals i les retallades en les despeses per desplaçament per part de les empreses, expliquen el descens d'aquest turista internacional que es desplaçava per assistir a reunions en altres països, trasllats que representen estades més curtes. De fet, les estades de turistes de negocis de menys de tres dies s'han reduït el 16% entre el 2024 i el 2019.

En canvi, augmenten les arribades de llarga estada, aquelles que representen desplaçaments per assistir a fires i a esdeveniments professionals que no es poden realitzar de manera virtual. Les arribades amb una durada entre 4 i 15 nits creixen l'11% en relació amb el 2019 i representen ja el 46% de les arribades de turistes de negocis, 6 punts més que el 2019. De fet, el sector MICE (*Meetings, Incentives, Conferences, and Exhibitions*), que engloba la celebració de fires i d'esdeveniments de caràcter sectorial i empresarial, està guanyant cada vegada més atractiu al nostre país,

amb un augment del nombre d'expositors i d'assistents el 2023 i el 2024. La major part d'aquest segment de negoci es concentra a les regions més dinàmiques econòmicament parlant i amb més projecció internacional: Madrid, Catalunya, Andalusia i la Comunitat Valenciana concentren el 75% dels turistes de negocis al nostre país.²

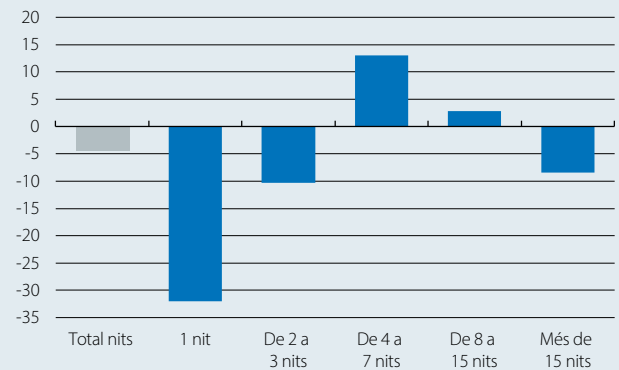
En qualsevol cas, el turisme de negocis va representar el 6,0% del total d'arribades durant el període 2016-2019, un pes que s'ha reduït al 5,4% el 2024. En aquest sentit, aquest segment de negoci té marge de millora a mitjà i a llarg termini, la qual cosa pot ser motiu addicional d'arribades de turistes en els propers anys. La recuperació d'aquest segment és especialment rellevant per al sector turístic espanyol. En primer lloc, perquè es tracta de turistes que realitzen una major despesa: el 2024, uns 1.400 euros per turista (100 euros més que el turista vacacional mitjà) i prop de 240 euros al dia (50 euros més per dia que el turista mitjà). El 2024, els ingressos associats als viatges per motius de negocis van ascendir a 7.126 milions d'euros. En segon lloc, perquè aquest col·lectiu és especialment rellevant per al nostre sector hotel·ler: el 2024, el 86% dels turistes de negocis es van allotjar en un hotel al nostre país, en relació amb el 68% del turista vacacional o amb el 33% en el cas d'altres motius.

Pedro Álvarez Ondina

2. El nostre país acull fires i esdeveniments de caràcter sectorial que són referents mundials: a Madrid, FITUR (turisme), Fruit Attraction (sector agroalimentari) i ARCOMadrid (art); a Barcelona, Mobile World Congress (telecomunicacions i IT) i Alimentària (sector agroalimentari). El 2024, el nombre d'assistents i d'expositors a aquestes fires va augmentar a taxes de dos dígitos en relació amb el 2023, en el rang del 10%-19%, segons les dades dels organitzadors mateixos.

Espanya: turistes de negocis segons la durada de l'estada

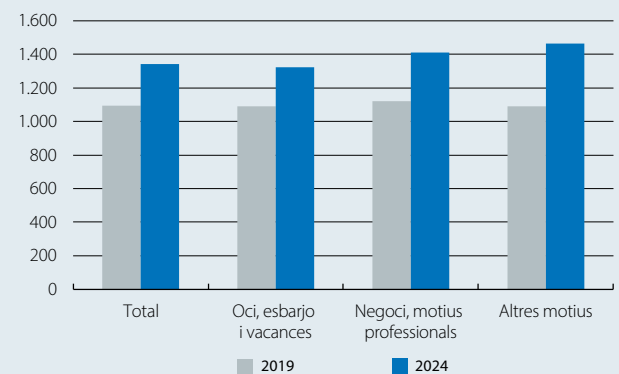
Variació entre el 2019 i el 2024 (%)



Nota: Les dades corresponen a la mitjana de 12 mesos fins al novembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: despesa mitjana per turista segons el motiu del viatge

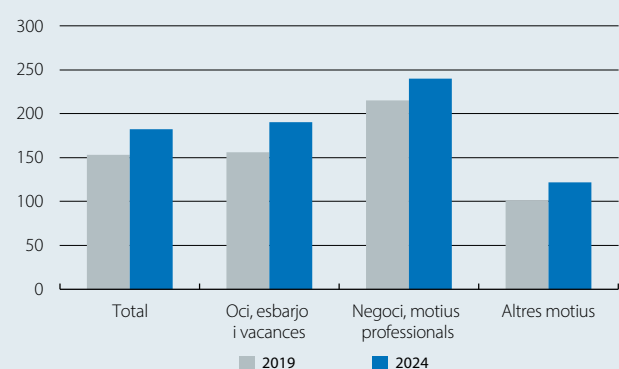
(Euros per turista)



Nota: Les dades corresponen a la mitjana de 12 mesos fins al novembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: despesa mitjana diària per turista segons el motiu del viatge

(Euros al dia)



Nota: Les dades corresponen a la mitjana de 12 mesos fins al novembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

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	10/24	11/24	12/24
Indústria									
Índex de producció industrial	2,0	-1,4	-1,3	-0,5	0,3	0,6	1,9	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-0,8	-6,5	-8,0	-5,2	-5,5	-2,9	-8,0	-5,2	...
PMI de manufactures (valor)	51,0	48,0	45,9	50,7	52,8	51,5	54,5	53,1	53,3
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	0,6	0,5	0,5	2,0	4,6	10,2	11,8	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	14,8	-10,2	-10,2	-11,0	-10,0	-1,1	3,7	...	...
Preu de l'habitatge	7,4	4,0	4,2	6,3	7,8	8,2	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	129,8	18,9	18,9	15,8	14,3	12,3	11,9	11,5	...
PMI de serveis (valor)	52,5	53,6	51,2	54,3	56,6	55,2	54,9	53,1	57,3
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,2	2,5	2,8	1,1	0,5	2,6	3,4	1,0	...
Matriculacions d'automòbils	-5,4	16,7	11,7	3,1	8,5	1,7	7,2	6,4	28,8
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-17,2	-14,4	-13,6	...	...	...
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	2,5	2,4	2,4
PIB	6,2	2,7	2,3	2,6	3,2	3,3	...	...	...

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	10/24	11/24	12/24
General	8,4	3,5	3,3	3,1	3,5	2,2	1,8	2,4	2,8
Subjacent	5,2	6,0	4,5	3,5	3,0	2,6	2,5	2,4	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	10/24	11/24	12/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	22,9	-1,4	-1,4	-6,9	-4,9	-1,8	-0,9	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	33,4	-7,2	-7,2	-9,8	-7,1	-3,1	-2,1	...	...
Saldo corrent	4,8	39,8	39,8	41,2	45,4	49,6	51,5	...	...
Béns i serveis	12,1	58,8	58,8	60,5	65,5	69,3	71,5	...	...
Rendes primàries i secundàries	-7,3	-19,1	-19,1	-19,2	-20,1	-19,7	-20,0	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	17,5	56,0	56,0	56,0	61,5	66,2	68,0	...	...

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	10/24	11/24	12/24
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	3,1	0,3	0,3	3,3	5,2	4,3	4,7	5,6	...
A la vista i preavis	3,6	-7,4	-7,4	-5,2	-1,9	-1,6	-0,4	1,4	...
A termini i cessions temporals (repo)	-3,0	100,5	100,5	96,7	68,0	47,5	39,2	32,4	...
Dipòsits d'AP ⁵	-0,8	0,5	0,5	-4,6	-4,1	14,8	17,0	20,2	...
TOTAL	2,8	0,3	0,3	2,7	4,5	5,1	5,7	6,8	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	-0,4	-3,4	-3,4	-2,6	-1,3	-0,3	0,1	0,4	...
Empreses no financeres	-0,7	-4,7	-4,7	-3,6	-1,8	-0,6	-0,1	0,2	...
Llars - habitatges	-0,2	-3,2	-3,2	-2,5	-1,5	-0,7	-0,3	0,1	...
Llars - altres finalitats	0,0	-0,5	-0,5	-0,1	0,7	1,2	1,9	1,9	...
Administracions públiques	0,6	-3,5	-3,5	-4,8	-2,7	-5,4	-2,4	-3,0	...
TOTAL	-0,3	-3,4	-3,4	-2,7	-1,4	-0,7	0,0	0,2	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,5	3,5	3,5	3,6	3,4	3,4	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.

Millora el to de l'economia portuguesa en l'últim trimestre del 2024

Els indicadors econòmics apunten a una acceleració de l'activitat en el 4T. Els indicadors sintètics del Banc de Portugal, amb dades fins al novembre, suggereixen una acceleració del ritme de creixement de l'activitat global fins a l'1,3% en el 4T (l'1,2% en el 3T) i del consum privat fins al 2,8% (vs. el 2,4%). També confirmen aquesta tendència altres indicadors, com les vendes al detall, les despeses amb targeta i la venda d'automòbils, que, en el 4T, va augmentar l'11,9% interanual. Al seu torn, l'indicador de clima econòmic es va enfortir en el 4T, amb millores a tots els sectors, en especial als serveis.

Les perspectives per al 2025 continuen sent positives, amb el suport de la resiliència del consum, gràcies a la solidesa del mercat laboral i a la recuperació de la renda disponible real, tant pels augments salarials com per la contenció de la inflació. També sembla plausible una acceleració de la inversió, tant per la reducció dels costos de finançament com pel fet que entrem en el penúltim any d'execució dels fons NGEU. En definitiva, els factors interns apunten a la solidesa de l'economia, tot i que podrien ser contrarestats per factors externs relacionats, per exemple, amb l'augment del proteccionisme o amb l'impacte sobre els preus de les principals primeres matèries d'un eventual agreujament dels factors geopolítics.

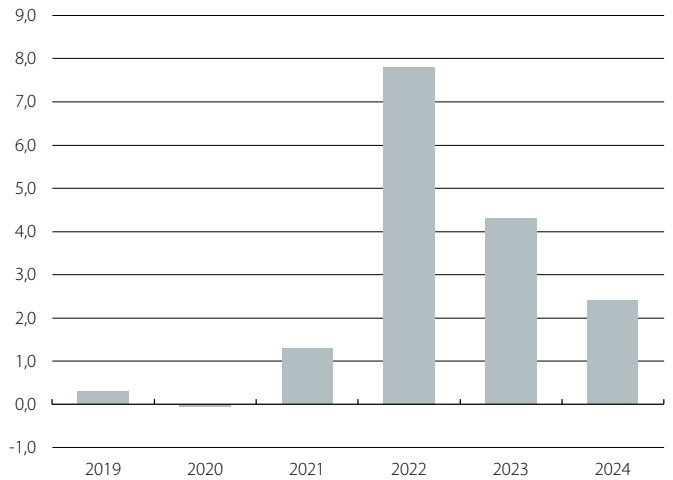
La inflació va tancar el 2024 amb una mitjana anual del 2,4%. Al desembre, la inflació general va repuntar al 3,0% (el 2,5% al novembre), i la subjacent, al 2,8% (vs. el 2,6%), la qual cosa va situar la inflació mitjana del 2024 en el 2,4%, en relació amb el 4,3% del 2023. De cara al 2025, la nostra previsió actual per a la inflació mitjana se situa en el 2,1%, valor que marcaria definitivament el final del cicle inflacionista dels últims anys. L'horitzó dels preus sembla favorable: d'una banda, els mercats de futurs dels principals productes agrícoles apunten a preus més pròxims als existents abans de la guerra a Ucraïna; pel que fa als serveis, a les telecomunicacions, per exemple, l'augment de la competència i l'anunci per part d'algunes operadores que mantindran els preus al mateix nivell apuntarien a una inflació continguda en aquesta rúbrica.

El mercat de l'habitatge cada vegada més puixant. La dada de l'IPH del 3T publicada al final de desembre va ser contundent: el +3,7% trimestral (el +3,9% en el 2T) i el +9,8% interanual (vs. el +7,8%). En el 3T, es van vendre 40.909 habitatges, el 19,4% més que en el 3T 2023 i el 10,2% més que en el trimestre anterior. El preu mitjà dels habitatges venuts va pujar als 221.300 euros (el 4,3% més que en el 2T). La publicació d'aquesta dada, juntament amb altres indicadors disponibles del 4T, alimenta l'expectativa d'un creixement mitjà de preus el 2024 molt més pròxim a la xifra del 2023, motiu pel qual la previsió actual de CaixaBank Research (el 6,8%) es troba força esbiaixada a la baixa.

La capacitat de finançament de l'economia augmenta fins al 2,6% del PIB en el 3T 2024. Això reflecteix, essencialment, l'augment de la capacitat de les famílies (el 4,1% del PIB vs. el 3,5% del 2T), arran d'un augment de l'estalvi del 8,4% en relació amb el trimestre anterior, gràcies al creixement de la renda disponible (el 2,3%) per damunt del consum (l'1,6%).

Portugal: inflació

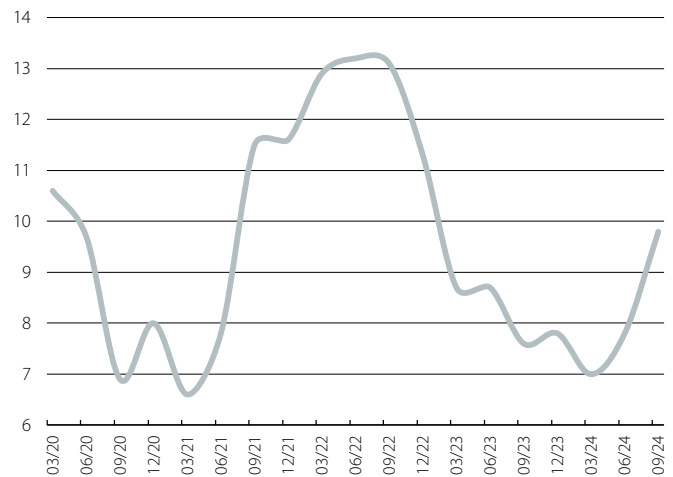
Mitjana anual (%)



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

Portugal: índex de preus de l'habitatge

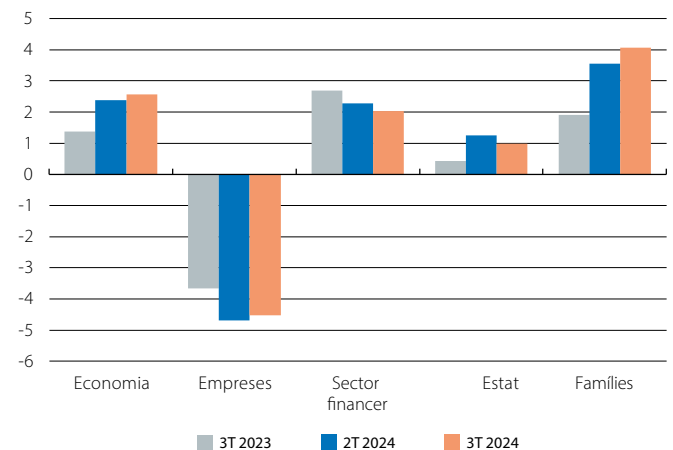
Variació interanual (%)



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

Portugal: capacitat/necessitat de finançament de l'economia

(% del PIB)



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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2022	2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
Índex coincident d'activitat	5,9	3,5	2,1	1,4	1,1	...	1,2	1,3	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	-3,1	1,4	1,4	-0,8	...	4,7	-2,2	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-3,4	-7,4	-7,9	-6,7	-6,2	-3,9	-4,1	-3,5	-4,1
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,2	7,5	-17,6	7,8	11,6	...	8,7	...	...
Compravenda d'habitatges	1,3	-18,7	-4,1	10,4	19,4	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	13,8	9,1	5,5	6,8	8,5	...	12,0	13,7	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	158,9	19,1	13,1	9,5	7,8	...	6,7	6,4	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	15,2	7,6	6,3	4,3	-0,4	11,9	5,5	12,3	17,9
Consum									
Vendes comerç al detall	5,5	1,1	1,8	2,2	3,9	...	5,7	5,7	...
Indicador coincident del consum privat	4,1	2,9	2,4	2,2	2,5	...	2,8	3,0	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-29,7	-28,6	-24,6	-18,7	-14,3	-14,3	-13,9	-14,0	-15,0
Mercat de treball									
Població ocupada	3,3	2,3	1,4	1,0	1,2	...	1,4	1,3	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,1	6,5	6,8	6,1	6,1	...	6,6	6,7	...
PIB	7,0	2,3	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	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
General	7,8	4,4	2,2	2,7	2,2	2,4	2,3	2,5	3,0
Subjacent	5,6	5,1	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6	2,8

Sector exterior

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

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

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2022	2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	6,4	-2,3	2,7	5,6	6,0	...	6,6	7,0	...
A la vista i estalvi	12,0	-18,5	-14,8	-8,6	-6,7	...	-3,6	-0,7	...
A termini i preavis	-1,2	22,2	27,1	24,0	20,9	...	18,0	15,1	...
Dipòsits d'AP	12,4	-12,4	9,1	4,5	29,1	...	7,3	11,1	...
TOTAL	6,5	-2,6	2,9	5,6	6,7	...	6,6	7,1	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,8	-1,5	-0,8	-0,3	1,1	...	1,5	2,0	...
Empreses no financeres	-0,6	-2,1	-1,7	-1,7	-0,6	...	-0,2	0,3	...
Llars - habitatges	3,3	-1,4	-0,7	0,1	1,5	...	2,1	2,6	...
Llars - altres finalitats	2,7	-0,3	1,5	2,5	4,0	...	4,1	4,2	...
Administracions públiques	-2,7	-5,5	5,9	-5,8	-4,1	...	-3,8	-4,0	...
TOTAL	1,6	-1,7	-0,5	-0,5	0,9	...	1,4	1,8	...
Taxa de morositat (%)²	3,0	2,7	2,7	2,6	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.

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

Et recomanem:

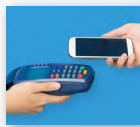
Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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



Monitor de consum

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



Flash de divises

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



Observatori Sectorial 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.



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., 2025

© Banco BPI, 2025

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

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

