

IM04

INFORME MENSUAL

NÚMERO 499 | ABRIL 2025



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

El gir fiscal alemany i el bund: quan la seguretat té un preu

ECONOMIA INTERNACIONAL

Acceleració en el canvi de les prioritats polítiques de la UE

La reconstrucció d'Ucraïna i les possibles implicacions per a l'escenari energètic europeu

ECONOMIA ESPANYOLA

Monitorant el consum a més de 200 ciutats d'Espanya en temps real

Augment de l'estalvi de les llars espanyoles el 2024

L'elevada capacitat de finançament continua facilitant la correcció de l'endeutament extern de l'economia espanyola

La diversificació de les destinacions de les exportacions espanyoles

INFORME MENSUAL**Abril 2025**

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

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com**Enric Fernández**

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

David Martínez Turégano i**Nuria Bustamante**Coordinadors de l'*Informe Mensual***BPI Research (UEEF)**www.bancobpi.pt/<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:
9 d'abril de 2025

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

- 9 *El gir fiscal alemany i el bund: quan la seguretat té un preu*
David del Val

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

- 14 *Acceleració en el canvi de les prioritats polítiques de la UE*
David Martínez Turégano
- 16 *La reconstrucció d'Ucraïna i les possibles implicacions per a l'escenari energètic europeu*
Beatriz Villafranca

20 ECONOMIA ESPANYOLA

- 22 *Monitorant el consum a més de 200 ciutats d'Espanya en temps real*
Josep Mestres Domènech i Zoel Martín Vilató
- 24 *Augment de l'estalvi de les llars espanyoles el 2024*
Javier García-Arenas
- 26 *L'elevada capacitat de finançament continua facilitant la correcció de l'endeutament extern de l'economia espanyola*
Sergio Díaz Valverde
- 28 *La diversificació de les destinacions de les exportacions espanyoles*
Anna Bahí Esteba

31 ECONOMIA PORTUGUESA

Aranzels Trump: un gol en pròpia porta?

Els anuncis de les pujades tarifàries de l'Administració Trump han incrementat l'arancel mitjà efectiu que apliquen els EUA a les seves importacions en més de 20 p. p., fins a nivells màxims de l'últim segle, tot i que la decisió ha quedat suspesa durant 90 dies (amb l'excepció de la Xina), període durant el qual s'aplicarà un arancel universal del 10%. A més de l'arbitrari mètode de càlcul per estimar l'arancel país per país (incloses algunes illes deshabitades), la decisió no servirà per assolir els objectius de reduir el desequilibri extern dels EUA (que té l'origen en un excés d'inversió sobre l'estalvi intern), per recuperar els llocs de treball en sectors on els EUA van perdre fa molt de temps els avantatges competitius o per equilibrar de manera estructural la posició deficitària fiscal del país. Mentrestant, el preu que caldrà pagar és el retorn a un món fragmentat i l'increment exponencial de la incertesa sobre el perfil de la política econòmica i comercial, la qual cosa amenaça amb desestabilitzar l'economia mundial. Per tant, som davant una decisió que entra dins la categoria dels jocs de suma negativa, ja que perjudica tots els actors implicats, la qual cosa es traduirà, com a mínim, en un escenari amb menys creixement global i amb una inflació més elevada als països que participin en l'escalada proteccionista. Ara com ara, el comportament dels mercats financers en els dies posteriors a la decisió, amb fortes reculades a les borses, amb un augment de la volatilitat i amb el repunt dels *spreads* de crèdit, reflecteix el potencial desestabilitzador de les mesures anunciades.

No és fàcil buscar senyals entre el soroll i la disrupció, descobrir ordre en el desordre o trobar algun patró de comportament racional davant decisions nocives per a tots els agents involucrats en un joc que, en teoria, i en nom de la màxima eficiència, hauria de ser cooperatiu. Igual que l'evolució de les cultures és una recerca contínua de solucions de suma positiva per als inevitables problemes que sorgeixen de la convivència, els avanços en el desenvolupament econòmic es consoliden també en jocs de suma positiva, una bona part dels quals tenen el seu origen en l'explotació dels avantatges competitius per part de cadascun dels jugadors al tauler econòmic. Si la innovació i la difusió del coneixement són al cor del procés de creixement, sembla difícil que, en economies amb barreres a la competència exterior, els factors productius s'assignin de manera òptima als processos i als sectors capdavanters, la qual cosa limitarà l'avanç de la productivitat i de la renda *per capita* (quelcom en què els EUA han estat líders en les últimes dècades). Especialment en absència d'un entorn institucional estable, amb una bona protecció dels drets de propietat. Aquest era el consens generalitzat entre els economistes, si més no fins al ja famós *Liberation Day*.

I a partir d'ara què? El punt de partida és desafiador, perquè disparar-se al peu no sol ser el més usual quan parlem de la política econòmica de la primera potència mundial. Entrem en una nova fase d'incertesa a nivell global, atès que les mesures anunciades podrien ser una referència inicial per a una negociació multilateral que ens acosti a un punt d'equilibri menys lesiu o podrien propiciar una escalada de les tensions comercials. En el primer escenari, si s'arriba ràpidament a algun tipus d'acord que impliqui un arancel mitjà substancialment inferior a l'anunciat inicialment, els danys col·laterals serien limitats, sobretot perquè baixaria la tensió al canal financer i augmentaria la certesa dels agents econòmics per prendre decisions. Però, si s'obre un escenari de guerra comercial generalitzada, l'economia mundial patirà un major impacte, amb el risc afegit d'un procés inflacionista. En tot cas, el que sembla clar és que estem assistint als últims espèrtnecs del procés conegut com a globalització i a la consolidació de tendències com: fragmentació geopolítica, cerca d'autonomia estratègica, reconfiguració i reducció de les cadenes de valor, i reequilibri obligat dels models de creixement massa dependents de la demanda externa (també en això té raó Draghi). Ens pot agradar més o menys, però el que ha servit en les últimes dècades (model alemany?) pot ser que ja no ho faci en l'actualitat. I la capacitat i la flexibilitat d'adaptació al nou entorn determinaran si es forma part dels guanyadors o dels perdedors quan, després de remenar les cartes, arribem al nou punt d'equilibri mundial. Ara com ara, sembla que la resposta europea (més enllà de la negociació comercial pura i dura) va en la direcció correcta, tot i que, probablement, atès el nivell dels desafiaments, és insuficient. No serà fàcil equilibrar de forma estratègica les relacions amb els EUA i amb la Xina a curt termini, sobretot sense millores en la governança. Mentrestant, és probable que continuem assistint a la cerimònia de la confusió, entre focs d'artifici, dies de l'alliberament i soroll intens.

José Ramón Díez
Abril 2025

Cronologia

MARÇ 2025 4 La Comissió Europea presenta la seva proposta per reforçar les capacitats de defensa de la UE (pla <i>ReArm Europe</i>). 6 El BCE abaixa els tipus d'interès en 25 p. b. i deixa el tipus <i>depo</i> en el 2,50%.

Agenda

ABRIL 2025 1 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (març). 2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març). Espanya: taxa d'estalvi de les llars (4T). 8 Portugal: xifres de negocis a la indústria (febrer). 10 Espanya: comptes financers (4T). 11 Espanya: ràting Fitch. 17 Consell de Govern del Banc Central Europeu. Xina: PIB (1T). 24 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (febrer). 28 Espanya: enquesta de població activa (1T). 29 Espanya: avanç del PIB (1T). Espanya: avanç de l'IPC (abril). Portugal: cartera de crèdit bancari (març). Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (abril). 30 Portugal: avanç del PIB (1T). Portugal: avanç de l'IPC (abril). Portugal: execució pressupostària (març). Zona de l'euro: PIB (1T). EUA: PIB (1T).

La economía española ante el *shock* Trump

El año 2025 podría haber sido un año de normalización económica, un buen año. Sin embargo, en pocas semanas, el nuevo inquilino de la Casa Blanca ha conseguido hacer temblar la economía mundial. El anuncio de un aumento significativo y generalizado de los aranceles, junto con una política económica errática y poco predecible, ha disparado el temor a una nueva desaceleración de la economía global. En este contexto, toca reevaluar la posición de la economía española, valorando sus fortalezas y debilidades en el nuevo escenario.

De entrada, la situación es distinta de la crisis financiera y de deuda soberana o de la pandemia. En esta ocasión, la economía española hace frente al *shock* Trump desde una posición de relativa fortaleza. Por un lado, la actividad económica parte de una dinámica positiva. Entre las economías desarrolladas, España es de las que más ha crecido en los últimos años, y los datos del 1T muestran que el ritmo de avance se mantiene en cotas similares a las del año pasado. El 1T 2025 se ha cerrado con una generación de empleo dinámica, los principales indicadores de actividad se han mantenido en niveles prácticamente iguales a los del último trimestre de 2024 y la confianza de los hogares se ha mantenido firme. Según los modelos de previsiones de CaixaBank Research, el PIB creció alrededor de un 0,6% intertrimestral en los primeros tres meses del año.

Por otro lado, cabe tener en cuenta que la exposición de la economía española a la estadounidense es limitada. Las exportaciones de bienes españoles a EE. UU. representan el 1,1% del PIB, y el valor añadido generado en España de las exportaciones que terminan en EE. UU., directamente o vía otros países, es de una magnitud similar. De todas formas, cabe mencionar que el grado de exposición por sectores es bastante heterogéneo y, en algunos casos, más elevado. Destaca la importancia de las exportaciones de algunos productos agroalimentarios, químicos o de maquinaria y equipos de transporte.

Más allá de las dinámicas recientes y de la exposición directa al *shock*, la economía española ha corregido algunos de los principales desequilibrios macroeconómicos que presentaba y que la hacían más vulnerable a *shocks* externos. En este sentido, destaca la mejora de la posición financiera del sector privado, con una reducción muy destacable del nivel de deuda, que durante los últimos años ha ido acompañada de un aumento notable del ahorro. Además, esto también ha ido de la mano de una destacable reducción de la deuda externa neta, que ha pasado del 95% del PIB que alcanzó en 2015 al 48% con el que cerró el pasado año.

A pesar de que en el «haber» ha habido cambios destacables en positivo, en el «deber» todavía quedan retos pendientes por corregir. Entre ellos, destaca la elevada deuda pública. A pesar de que se ha reducido de forma notable en los últimos años, y de que se sitúa en cotas similares o incluso inferiores a otros países de referencia, se mantiene en niveles elevados y limita la capacidad de acción del sector público en momentos de dificultad. La AIReF, además, ha recordado recientemente que las presiones al alza sobre el gasto público serán sustanciales en los próximos años, especialmente el gasto en sanidad y en dependencia. El previsible aumento del gasto en defensa añadirá aún más presión. A ello se suma una capacidad de crecimiento todavía dependiente de factores externos, como los flujos migratorios o el turismo. Un modelo de crecimiento más sustentado en las mejoras de productividad sería menos sensible a los vaivenes en el contexto internacional y, por tanto, más robusto. Además, favorecería un mayor crecimiento del poder adquisitivo de los hogares.

En el contexto de estos primeros días de abril, los riesgos alrededor de las previsiones de crecimiento de la economía española se han movido a la baja. El mes pasado, publicamos una previsión de crecimiento del PIB de la economía española del 2,5% para este año, una cifra que incorporaba un coste de un par de décimas por el aumento de aranceles y de incertidumbre que esperábamos. En las próximas semanas, tendremos que valorar si es necesario algún ajuste a esta previsión en función de cómo evolucionen las negociaciones y la incertidumbre asociada a ellas, y de dónde se acaben fijando los aranceles. En cualquier caso, el impacto que se baraja para la economía española es sensiblemente inferior al que probablemente sufrirá la economía estadounidense y las economías más expuestas al mercado norteamericano.

Oriol Aspachs

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	4,00	3,75
SOFR 3 mesos	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	4,07	3,85
SOFR 12 mesos	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	4,01	3,93
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	4,35	4,10
Deute públic 10 anys	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,80	4,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	1,75	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	1,90	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,70	2,06
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,74	2,10
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	1,76	2,11
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	1,91	2,14
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,09	2,18
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,87	1,96
Deute públic 10 anys	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,00	2,15
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,41	2,58
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,52	2,72
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	2,70	2,95
Prima de risc	11	164	85	98	68	70	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	1,95	2,10
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,16	2,36
Deute públic 10 anys	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,55	2,85
Prima de risc	19	314	82	63	46	55	70
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,02	1,08
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,81	0,80
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	158,00	154,00
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	73,5	69,2
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	72,1	64,0

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 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,3	3,2	3,1	3,1
Països desenvolupats	2,7	1,5	1,6	1,7	1,8	1,6	1,7
Estats Units	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	2,1	1,9
Zona de l'euro	2,3	0,8	1,2	0,5	0,8	0,9	1,3
Alemanya	1,6	1,3	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,9
França	2,3	1,0	0,6	1,1	1,1	0,5	1,1
Itàlia	1,5	-0,3	1,6	0,8	0,5	0,5	1,3
Portugal	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	2,4	2,1
Espanya	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,5	2,1
Japó	1,4	0,4	-0,2	1,5	0,1	1,0	1,0
Regne Unit	2,8	1,2	1,0	0,4	1,1	1,0	1,3
Països emergents i en desenvolupament	6,3	4,8	3,1	4,4	4,2	4,1	4,1
Xina	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,2	3,9
Índia	7,2	6,7	3,6	7,7	6,5	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	3,4	2,0	1,8
Mèxic	2,3	1,5	0,5	3,3	1,5	1,0	1,4
Rússia	-	1,4	0,7	3,6	4,1	1,7	1,3
Turquia	5,5	4,5	6,3	5,1	3,2	2,1	2,9
Polònia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	3,3
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,7	5,8	4,6	3,9
Països desenvolupats	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,6	2,3
Estats Units	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	3,1	2,7
Zona de l'euro	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,4	1,9
Alemanya	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,6	2,0
França	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	2,0	1,9
Itàlia	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,9	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,2	2,0
Espanya	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,2
Japó	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	1,5	1,5
Regne Unit	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	2,6	2,1
Països emergents i en desenvolupament	6,9	5,6	6,9	8,1	7,8	5,7	4,7
Xina	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,8	1,3
Índia	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
Mèxic	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rússia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquia	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polònia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	3,4

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 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,7	0,0	0,0	1,7	2,8	3,1	2,4
Consum de les AP	4,5	0,9	2,6	5,2	4,1	1,9	0,8
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,2	-1,0	2,1	3,0	3,1	3,0
Béns d'equipament	4,9	0,2	-2,5	1,1	2,3	3,8	1,5
Construcció	5,7	-2,6	-1,9	3,0	3,5	3,0	3,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,7	1,7	2,8	2,7	2,1
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,5	2,8	3,1	2,1	2,3
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	2,5	0,3	2,4	2,9	2,5
Producte interior brut	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,5	2,1
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	2,0	1,8
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	10,7	10,2
Índex de preus de consum	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,2
Costos laborals unitaris	3,1	0,6	3,6	6,1	4,0	3,3	2,7
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,0	2,9	3,1
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	0,2	1,4	3,7	4,2	3,9	4,1
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-7,1	-3,5	-3,2	-2,8	-2,6

Nota: 1. No inclou pèrdues per ajudes a institucions financeres.

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,8	0,5	1,2	1,9	3,2	2,3	1,8
Consum de les AP	2,2	-0,3	2,0	0,6	1,1	0,9	0,8
Formació bruta de capital fix	-0,4	-0,7	2,9	3,6	3,0	5,5	5,2
Béns d'equipament	3,3	2,7	5,5	5,6	5,8	-	-
Construcció	-1,4	-2,4	2,6	1,2	2,4	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	1,7	2,5	2,7	2,3
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	3,6	3,8	3,4	3,4	3,7
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	4,0	1,8	5,0	4,0	4,1
Producte interior brut	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	2,4	2,1
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	1,0	1,5
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,5	6,4	6,4	6,4
Índex de preus de consum	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,2	2,0
Saldo op. corrents (% PIB)	-9,2	-2,8	-1,1	0,6	2,2	-	-
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,5	0,1	2,0	3,3	4,2	3,9
Saldo públic (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,2	0,7	0,3	0,2

Previsions

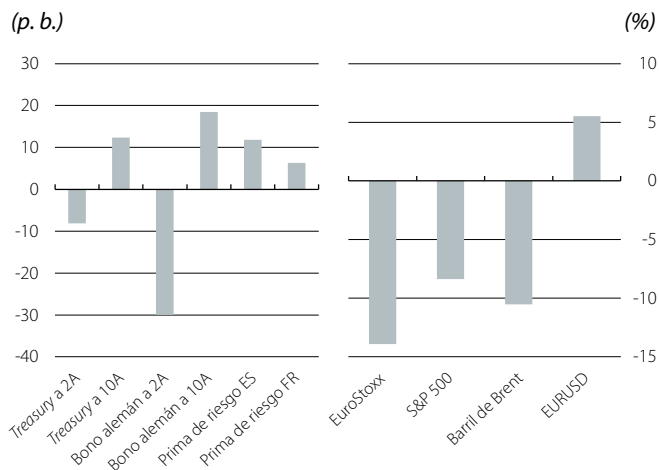
Los aranceles de Trump desatan fuertes caídas en el mercado

Los aranceles de Trump dan un aldabonazo al apetito por el riesgo inversor. Estos, unidos a las reformas sobre el gasto público en Alemania, dominaron la atención de unos inversores cada vez más preocupados por el hecho de que EE. UU. sufra una cierta estanflación en los próximos dos años. Así, las pendientes de las curvas soberanas se apuntaron a ambos lados del Atlántico ante la probabilidad de ver recortes de tipos a corto plazo y por las perspectivas de mayor gasto público a largo plazo. Los bancos centrales se mostraron cautelosos en este entorno, si bien los implícitos del mercado monetario pasaron a cotizar una política monetaria más acomodaticia este 2025. El dólar se depreció frente a sus principales pares de las economías desarrolladas, prolongando una tendencia que, frente al euro, ya comenzó con el anuncio de mayor gasto público futuro en Alemania. La aversión al riesgo causó importantes caídas en los mercados bursátiles, especialmente en los desarrollados, mientras que los bienes energéticos y metales industriales también se vieron lastrados por las dudas sobre la demanda agregada en contraste con el oro, que capitalizó su rol de activo refugio.

Los bancos centrales intentan navegar la marejada. Los bancos centrales reconocieron su creciente dependencia de los datos y su limitada capacidad para guiar al mercado sobre futuros pasos en este entorno de excepcional incertidumbre de la política económica y comercial. Tras rebajar los tipos en 25 p. b. en marzo (tipo *depo* en el 2,5%), el BCE explicó que ya no consideraba que los tipos estuvieran en terreno claramente restrictivo, dada la bajada de 150 p. b. que acumulan desde junio de 2024, y que en próximas reuniones actuaría según los datos. Así, tras cotizar los implícitos del mercado monetario un nivel de llegada del tipo *depo* en el 2% tras el anuncio de mayor gasto en Alemania, los aranceles de Trump dejaron las expectativas para los tipos del BCE al nivel de principios de mes, con un valor de llegada del 1,75%. La Fed, por su parte, mantuvo los tipos estables (4,25%-4,50%), mientras que los inversores pasaron a descontar, tras los aranceles de Trump, cuatro bajadas como escenario más probable en 2025, si bien, tras la pausa anunciada el día 9 de abril, finalmente se quedaron en tres bajadas. La Fed revisó a la baja sus perspectivas de crecimiento y al alza las de inflación, citando los aranceles como factor clave, aunque matizando que aún evalúan si su impacto en los precios será permanente.

Apuntamiento generalizado de las curvas soberanas a ambos lados del Atlántico. Las dudas sobre el crecimiento en EE. UU. por los aranceles de Trump, así como un potencial empeoramiento fiscal y algunos movimientos relacionados con el cierre de posiciones especulativas, causaron caídas en la rentabilidad de la deuda soberana a corto plazo y repuntes en los tramos más largos. En cuanto a las expectativas de inflación, estas repuntaron en los tramos más cortos, y se redujeron a plazos más largos. Todo esto redundó en unos menores tipos reales a corto plazo, lo que revela la preocupación inversora por una desaceleración económica con una inflación algo por encima del objetivo de la Fed. En la curva europea, también repuntó la pendiente: cayó intensamente la rentabilidad de las referencias a 2 años, mientras que los tramos

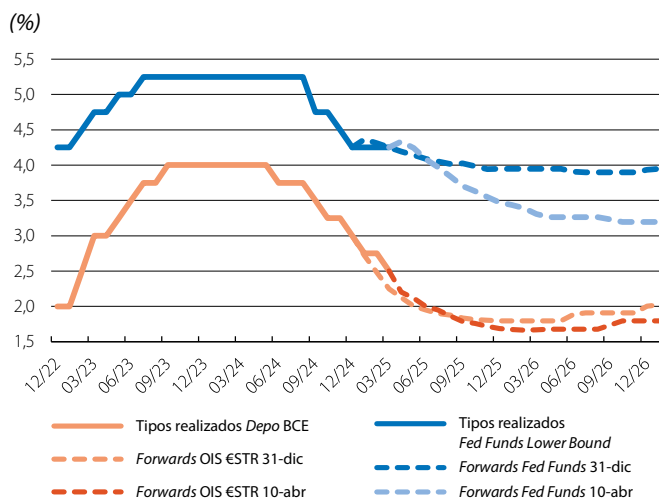
Desempeño mensual de los principales activos financieros



Nota: Datos del 28 de febrero al 9 de abril.

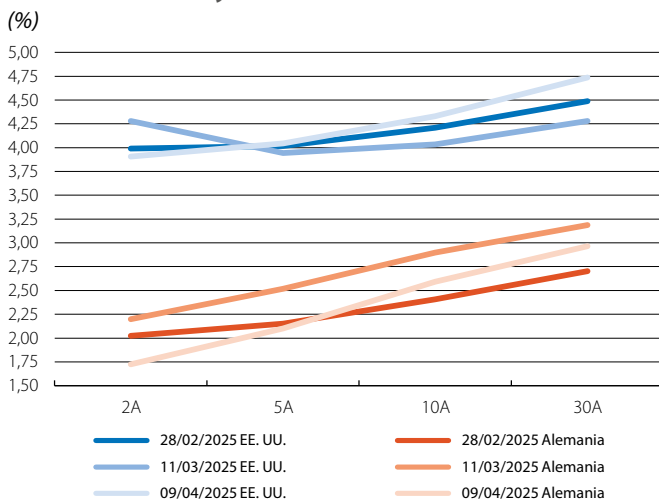
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas del mercado sobre los tipos de intervención



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de las curvas soberanas norteamericana y alemana



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

más largos repuntaron por las expectativas de mayor gasto público en Alemania (que se moderó a medida que avanzó el mes y la UE se retrasó en acordar un impulso fiscal coordinado en defensa). Los diferenciales periféricos que se habían mantenido estables tras el anuncio de mayor gasto público en Alemania, se ampliaron ligeramente en los momentos de mayor aversión al riesgo.

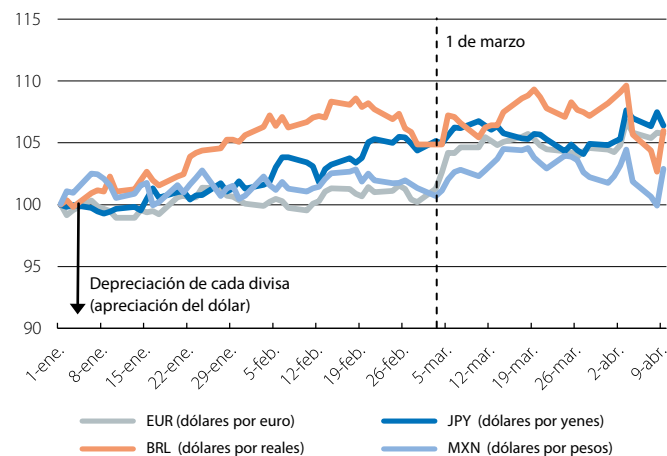
Los aranceles también lastran al dólar. El dólar sufrió una intensa depreciación frente a sus principales pares (superior al 4%), que se enmarca en la búsqueda de los inversores del nuevo equilibrio para los activos estadounidenses y se explica en gran medida por la caída de los tipos reales a corto plazo ya mencionada. Si bien la depreciación fue generalizada frente a los principales pares, el fortalecimiento del euro fue uno de los mayores contribuyentes (más de un 5%) en un movimiento que comenzó con el anuncio de un paquete de gasto en defensa e infraestructuras en Alemania. El franco suizo actuó como activo refugio y se apreció en torno a un 5%, mientras que también destacaron las apreciaciones del peso mexicano (+1,5%) y el dólar canadiense (+2,6%) en un contexto de elevada volatilidad. En cuanto a las divisas emergentes, destacó la ligera apreciación del real brasileño, por los elevados tipos y baja exposición al mercado de EE. UU., y la depreciación de la lira turca en un contexto de mayor inestabilidad política.

Elevada volatilidad en las bolsas, en especial en las economías desarrolladas. Los activos de riesgo fueron los más damnificados en un contexto de alta incertidumbre y temores de desaceleración del crecimiento mundial, si bien rebotaron con fuerza tras el anuncio de pausa en los aranceles recíprocos. En este entorno de idas y venidas, el índice MSCI All Country World se dejó un 9% en el mes, que junto con los índices estadounidenses llegaron a registrar las mayores caídas, en especial las compañías pequeñas y expuestas a la economía doméstica, y las tecnológicas, en tanto que exportadores más relevantes. Finalmente, los principales índices registraron cesiones en torno al 8%. También los índices europeos registraron pérdidas, con el Stoxx 600 cediendo más de un 15%, y con los índices ibéricos mostrando el mejor desempeño relativo pese a que el IBEX 35 también cerró el mes con pérdidas importantes cercanas al 11%. Este pesimismo fue menor inicialmente en los mercados emergentes, si bien terminó por afectarles igualmente, con el índice MSCI Emergentes cerrando pérdidas algo inferiores al 10%. La principal salvedad fueron las bolsas latinoamericanas, gracias al mejor comportamiento relativo de la bolsa brasileña y, en menor medida, mexicana.

Caída de las materias primas más dependientes del ciclo económico. El petróleo registró caídas superiores al 10% en el mes tras el anuncio de aranceles de Trump, desatadas por las dudas sobre la demanda agregada y la resiliencia del ciclo. También los precios del gas natural cayeron, con el TTF holandés cediendo más de un 20% lastrado por las expectativas de una mayor oferta en Europa si los elevados aranceles de Trump impactan diferencialmente más a las economías asiáticas. De igual manera, los metales industriales mostraron cierta debilidad en el mes ante las perspectivas de menor demanda global, con el aluminio o el cobre acumulando cesiones superiores al 8%. Por otro lado, el oro capitalizó la incertidumbre y su rol como activo refugio, y cerró el mes con subidas en torno al 8%. Por último, también los precios del ganado repuntaron (+5%), ya que se espera que los aranceles aumenten el precio de la carne en EE. UU.

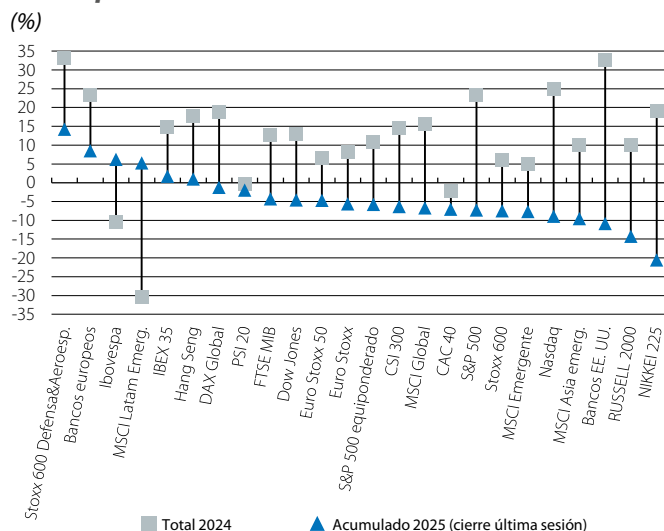
Evolución de divisas seleccionadas frente al dólar

Índice (100 = 31/12/2024)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

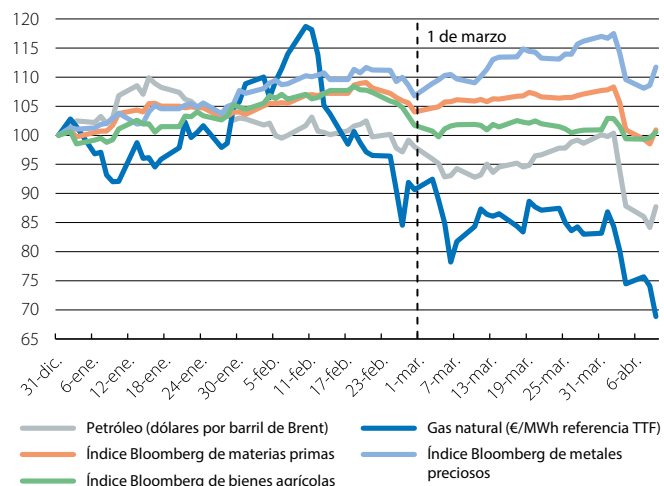
Desempeño de índices bursátiles



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de las materias primas

Índice (100 = 31/12/2024)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

El gir fiscal alemany i el *bund*: quan la seguretat té un preu

Alemanya ha canviat de marxa en la seva política de despesa pública. Al començament de març, els líders de la CDU/CSU, de l'SPD i d'Els Verds van presentar un preacord per reformar el sostre de deute constitucional i per augmentar de manera significativa la despesa militar i en infraestructures, extrem ratificat per les cambres legislatives el 21 de març. El total de la despesa aprovada per a la dècada vinent ascendirà, finalment, a més d'un bilió d'euros.¹ Analitzem l'impacte d'aquesta nova política sobre el deute sobirà alemany i, en particular, sobre la rendibilitat de la seva referència a 10 anys (coneguda com a *bund*, per ser el bo de la federació, considerat el principal actiu sense risc de la zona de l'euro), així com les seves perspectives de futur.

Un gran canvi per sorprendre uns inversors expectants

La reacció del mercat a aquests anuncis va ser d'entitat, i, en la setmana en què es va assolir el preacord, la rendibilitat del *bund* va augmentar 50 p. b. Comencem per analitzar el moviment en relació amb el d'altres actius financers. El primer que cal destacar és que el deute alemany ja cotitzava un probable augment de la despesa pública en el futur. El diferencial del *bund* en relació amb un tipus d'interès molt dependent del tipus d'intervenció del BCE (que es pot interpretar com una prima de risc alemanya) ja acumulava una ampliació important des del final de l'estiu passat, quan van començar a sorgir els dubtes sobre l'estabilitat de l'anterior Govern alemany i quan van empitjorar les expectatives econòmiques del país (43 p. b. entre el 10 de setembre i el 5 de març; vegeu el primer gràfic).²

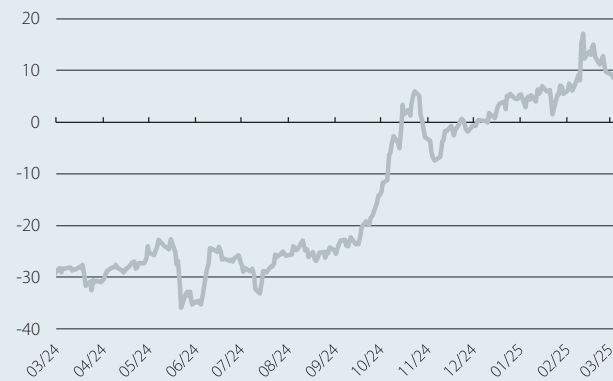
Aquesta ampliació també s'aprecia en alguns models de valoració del *bund*. Per exemple, en un model que tingui en compte les expectatives a mitjà termini per als tipus d'interès a la zona de l'euro i les condicions generals de risc, de liquiditat i d'oferta de deute públic, observem una tendència clarament alcista des de l'estiu en la rendibilitat del deute alemany, que la separava del que calia esperar segons la seva relació històrica amb aquestes variables (vegeu el segon gràfic). El diferencial del *bund* en relació amb el valor teòric assenyalat per aquest model se situava des del final de l'any passat i fins a la setmana abans de l'anunci al voltant de 30 p. b. (o una desviació estàndard), probablement perquè els inversors ja descomptaven una major despesa pública a Alemanya.

1. D'una banda, hi ha un fons específic de 500.000 milions d'euros destinat a infraestructures, a implementar en els 12 propers anys, que representarà, de mitjana, uns 42.000 milions d'euros anuals (l'1% del PIB del 2024). A més a més, es destinaran 100.000 milions d'euros a polítiques mediamientals i de transformació energètica, i es permetrà als estats federals una major inversió, que podria arribar a representar uns altres 15.000 milions d'euros a l'any (el 0,35% del PIB). De l'altra, s'eximirà del límit de deute constitucional la despesa en defensa que superi l'1% del PIB.

2. Prima de risc mesurada com el diferencial entre la rendibilitat del *bund* i la del tipus *swap* de l'euríbor a 6 mesos.

Diferencial *bund*, tipus *swap* euríbor a 6 mesos en 10 anys

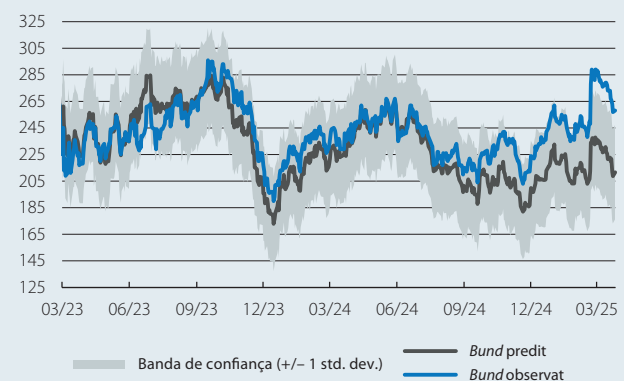
(p. b.)



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

Rendibilitat esperada del *bund* segons les expectatives dels inversors per als tipus d'interès a la zona de l'euro

(p. b.)



Nota: El model inclou el forward swap de l'ESTR 1Yx3Y, una prima de risc dels països de la perifèria de la zona de l'euro (mitjana del diferencial entre el seu deute sobirà a 10 anys i l'alemany, ponderada per PIB) i la dimensió del balanç del BCE com a percentatge del PIB de la zona de l'euro.

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

La perspectiva financera: un *bund* que cotitza un canvi de paradigma fiscal

En la setmana de concreció de l'acord, la cotització del *bund* va repuntar, com s'ha esmentat, 50 p. b., mentre que el seu valor teòric segons aquest model va repuntar 30 p. b. Podem interpretar, per tant, que 30 p. b. del repunt del *bund* van ser deguts al canvi en les expectatives de la política monetària, i els altres 20 p. b. (que es corresponen amb l'ampliació del diferencial entre el valor teòric i l'observat), a un impuls fiscal superior al ja descomptat pel mercat. Després de l'anunci el *bund* sembla que s'ha situat en els 50 p. b. per damunt del seu valor teòric, un diferencial que s'ha mantingut amb els moviments sense control al mercat pels aranzels de Trump.

Aquesta diferència entre la rendibilitat del *bund* i la que assenyalen altres variables del mercat ens permet reflexionar sobre dos possibles escenaris en el futur. Al primer, partint del fet que la relació històrica amb altres instruments no s'ha modificat, una de les dues valoracions, l'observada o la predita, convergiria cap a l'altra. És a dir, que el programa alemany de despesa aconseguiria reactivar l'economia i exercir un efecte tractor a la resta de la zona de l'euro, de manera que hauríem d'assistir a un ajust a l'alça de les expectatives dels tipus d'interès, o, alternativament, el programa no reïx i hauríem d'assistir a una caiguda en la rendibilitat del *bund* des dels nivells actuals.

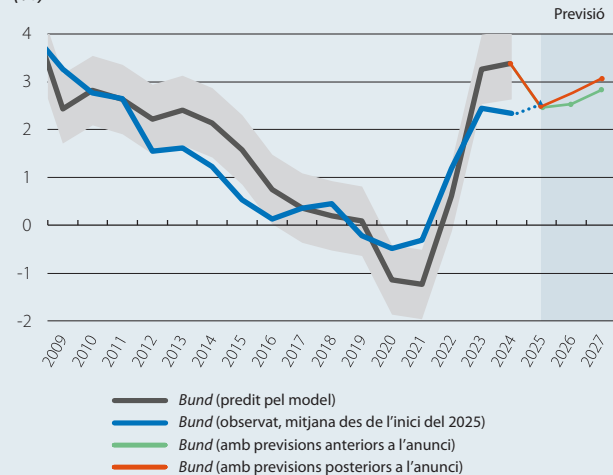
Al segon escenari, la relació històrica s'hauria alterat, i, amb el canvi de marxa en la seva política de despesa pública, el diferencial entre la rendibilitat del *bund* i la d'altres actius amb baix risc seria ara estructuralment major. Aquest escenari sembla probable, ja que, de manera primordial, pel costat de l'oferta, el canvi en la política de despesa pública no sembla conjuntural. Pel costat de la demanda, i malgrat que això ja fos present abans de l'anunci de despesa alemanya, la major emissió de deute alemany coincideix amb un moment en què el BCE ja no està realitzant reinversions en els seus programes de compres d'actius, de manera que la demanda que suposava l'hauran de suplir, d'ara endavant, la resta dels agents del mercat. Així i tot, l'augment del deute públic serà generalitzat a tota la zona de l'euro, i potser a tots als mercats desenvolupats, la qual cosa podria mantenir l'estatus –relatiu, això sí– d'Alemanya com a economia poc endeutada i que, malgrat això, passarà a pagar una mica més per col·locar el seu deute al mercat.

La perspectiva macroeconòmica: sembla que ja s'ha descomptat un impacte moderat de l'estímul

Una altra manera d'analitzar el moviment del *bund* i el seu probable funcionament en el futur seria mitjançant l'impacte de les variables macroeconòmiques sobre el preu del deute. Des d'aquesta perspectiva, el que ens revelen les relacions històriques és que, tal com esperaríem, els tipus d'intervenció (és a dir, els tipus fixats pel BCE) són els principals determinants de la rendibilitat del *bund*. La inflació, per la seva banda, té un impacte important sobre la rendibilitat del bo, tot i que un tant variable, ja que depèn de fins a quin punt puguin estar preocupats o no els inversors pels preus a cada moment.

Pel que fa al creixement del PIB a Alemanya, no sembla que tingui una influència més enllà de la que es detecta mitjançant l'impacte que el creixement té sobre els tipus d'interès del BCE. A més a més, el creixement econòmic actua a través d'altres canals, com la determinació de la ràtio deute/PIB. Encara de forma més indirecta, l'efectivitat de la despesa per estimular l'economia alemanya i el seu creixement a llarg termini influiran en el nivell de tipus d'interès a llarg termini.

Bund predit pels fonamentals macroeconòmics (%)



Nota: El model inclou la inflació i la ràtio deute/PIB d'Alemanya, el tipus de depò del BCE i l'evolució del seu balanç.

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

El nivell de deute públic, per la seva banda, sí que presenta un impacte més estable i constant sobre la rendibilitat del *bund* al llarg del temps. No obstant això, com ja s'ha esmentat, la ràtio deute/PIB d'Alemanya es tan important com la de la resta de la zona de l'euro. Qualsevol augment generalitzat d'aquesta ràtio a tota la zona de l'euro, com el que va tenir lloc durant la COVID-19, no genera una pressió addicional exclusiva sobre el *bund*, perquè permet que Alemanya continuï tenint un endeutament relatiu baix.

Mentre es concreten la definició i la implementació de l'estímul fiscal, tant a Alemanya com a la resta de la zona de l'euro, estimem que un augment gradual de la ràtio deute/PIB, consistent amb les expectatives d'una implantació progressiva de l'estímul, suposaria una rendibilitat del *bund* uns 30 p. b. més apreciat respecte de la situació sense estímul (vegeu el tercer gràfic). Aquest nivell reflecteix tant unes pressions inflacionàries lleugerament superiors a Alemanya com les majors necessitats de finançament del país,³ en un context d'impacte encara limitat de la reducció del balanç del BCE (*Quantitative Tightening*) sobre el preu del deute públic, gràcies al fet que la liquiditat es manté elevada i que hi ha apetència dels inversors per aquesta classe d'actius.

David del Val

3. En un escenari d'implantació gradual de l'estímul, aquestes necessitats representarien, aproximadament, 3 dècimes de PIB el 2025, 8 dècimes el 2026 i prop de 9 dècimes el 2027. Estimem un impacte moderat sobre el PIB i molt lleuger sobre la inflació. La ràtio de deute del PIB amb prou feines augmentaria en 3 p. p. fins al 2027 des dels nivells del 2024. El tipus de depò es comportaria com prediuen en l'actualitat els implícits del mercat monetari.

Tipus d'interès (%)

	31-març	28-febrer	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,65	2,90	-25	-50,0	-185,0
Euríbor 3 mesos	2,34	2,46	-13	-37,8	-155,5
Euríbor 12 mesos	2,31	2,39	-9	-15,4	-135,7
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,01	2,02	0	-22,9	-136,7
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,05	2,03	2	-3,5	-81,6
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,74	2,41	33	37,1	37,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,37	3,05	33	31,1	18,2
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,26	2,94	32	41,2	22,4
EUA					
Fed funds (límit inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 mesos	4,29	4,32	-3	-1,7	-101,4
Deute públic a 1 any	4,02	4,08	-6	-12,3	-97,5
Deute públic a 2 anys	3,88	3,99	-11	-35,8	-76,4
Deute públic a 10 anys	4,21	4,21	0	-36,4	-10,4

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-març	28-febrer	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	64	54	10	6,3	10,5
Itraxx Financer Sènior	69	57	12	5,4	6,9
Itraxx Financer Subordinat	120	100	21	8,2	8,8

Tipus de canvi

	31-març	28-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,082	1,038	4,3	4,5	-0,2
EUR/JPY (iens per euro)	162,21	156,27	3,8	-0,4	-1,1
EUR/GBP (lliures per euro)	0,837	0,825	1,5	1,2	-2,3
USD/JPY (iens per dòlar)	149,96	150,63	-0,4	-4,6	-0,9

Primeres matèries

	31-març	28-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	547,1	539,2	1,5	2,0	0,9
Brent (\$/barril)	74,7	73,2	2,1	0,1	-17,6
Or (\$/unça)	3.123,6	2.857,8	9,3	19,0	36,3

Renda variable

	31-març	28-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	5.611,9	5.954,5	-5,8	-4,6	9,0
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	5.248,4	5.463,5	-3,9	7,2	3,5
Ibex 35 (Espanya)	13.135,4	13.347,3	-1,6	13,3	18,4
PSI 20 (Portugal)	6.865,6	6.800,1	1,0	7,7	8,8
Nikkei 225 (Japó)	35.617,6	37.155,5	-4,1	-10,7	-10,4
MSCI emergents	1.101,4	1.097,3	0,4	2,4	5,0

Les decisions polítiques marcaran l'economia internacional

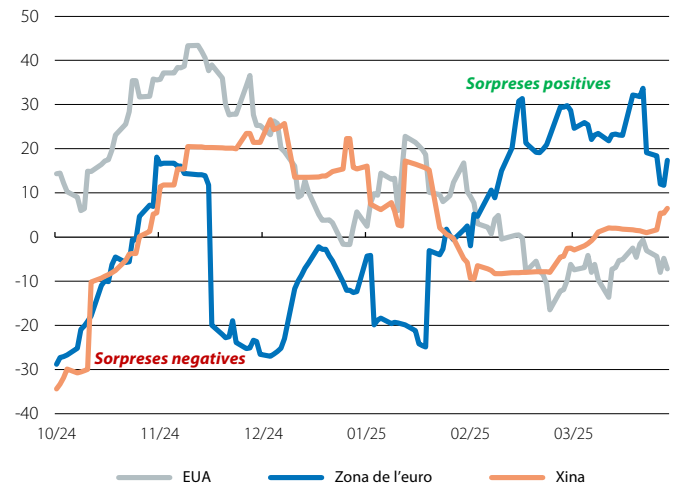
En l'últim mes, hem assistit a un augment significatiu de la incertesa (vegeu la [conjuntura de Mercats](#)). A diferència del que hem viscut en els tres últims anys, ara es comença a mirar amb una certa precaució l'impacte que les polítiques de l'actual Administració Trump puguin tenir sobre la seva evolució. L'última, i més disruptiva, han estat els aranzels anunciats a l'anomenat *Liberation Day* i que, si s'apliquessin, finalment suposarien que l'aranzel mitjà sobre les importacions dels EUA passaria del 3% a situar-se al voltant del 25%, màxim en l'últim segle. De moment, des del 5 d'abril és vigent un aranzel universal del 10% i Trump ha deixat en suspens durant 90 dies els increments addicionals, excepte per a la Xina, amb la qual ha entrat en una intensa escalada proteccionista. Sobre, per tant, una nova fase, protagonitzada ara per unes negociacions que podrien desembocar en aranzels inferiors als inicialment anunciats o, en l'escenari més negatiu, derivar en represàlies que augmentarien els riscos d'una guerra comercial. De moment, l'augment d'incertesa i l'increment del nivell dels aranzels introdueixen riscos a la baixa sobre el creixement global, així com a l'alça per a la inflació als EUA, i més incertesa sobre l'impacte en preus per a la resta del món.

Alemanya assoleix un pacte històric per reformar el «fre del deute» i per aprovar un ampli paquet fiscal. Els tres partits majoritaris del Parlament sortint (CDU/CSU, SPD i Els Verds), que superaven folgadoament els dos terços dels escons, van assolir un acord per modificar la constitució i flexibilitzar el conegut fre del deute, introduït el 2009, que establia que el dèficit públic estructural no ha de superar el 0,35% del PIB i que només es va deshabilitar durant la pandèmia de COVID. D'aquesta manera, s'ha aprovat un Fons d'Inversió en Infraestructures per 500.000 milions d'euros (el 12% del PIB del 2024) per als 12 propers anys, s'ha decidit incrementar la despesa en defensa fins al 3,5% del PIB (el 2,1% actual) i s'ha establert que la despesa en defensa que superi l'1% del PIB no computarà per al fre del deute. A més a més, la Comissió Europea ha anunciat el seu pla *ReArm Europe*, amb el qual planeja enfortir les capacitats militars del continent, dotat amb uns 800.000 milions d'euros (el 4,5% del PIB del 2024) durant els quatre propers anys. Amb aquesta finalitat, s'incentivarà la inversió privada a la indústria de defensa, es facilitarà que els Estats membres augmentin la despesa en defensa mitjançant la flexibilització temporal dels límits fiscals de la UE i es crearà l'instrument d'acció per a la seguretat a Europa (SAFE, per les sigles en anglès). El SAFE atorgaria préstecs als Estats membres i estaria dotat amb 150.000 milions d'euros, dels quals una bona part podria procedir dels préstecs ja aprovats en la marc dels fons NGEU que no han estat sol·licitats pels països.

Escenari molt incert per a l'economia de la zona de l'euro. L'important volum de les mesures anunciades donarà suport al creixement, sobretot el 2026 i el 2027. Així i tot, cal mostrar una certa cautela, no solament perquè l'augment del proteccionisme comercial limitaria la magnitud de l'impuls fiscal anunciat, sinó perquè encara falta per concretar com es durà a terme l'augment de la despesa en defensa a la UE o el calendari per implementar el Fons d'Inversió en Infraestructures alemany, així com el multiplicador fiscal d'aquestes mesures. L'experiència amb els fons NGEU (vegeu el Dossier [«La capacitat transformadora de l'NGEU i d'altres plans d'estímul fiscal»](#), a l'IM03/2025) mostra les dificultats per dur a la pràctica projectes massius d'inversió. Ara com ara, els indicadors d'opinió empresarial van millorar arran de l'expectativa d'aquest estímul fiscal, però encara no han recollit el

Índex de sorpreses econòmiques

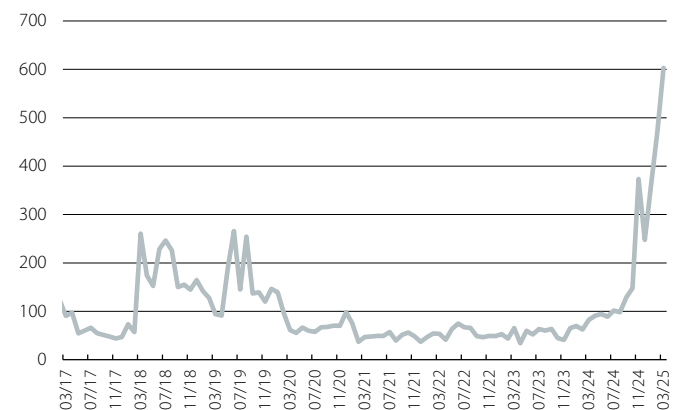
Desviació en relació amb l'esperat



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

Índex d'incertesa en política comercial

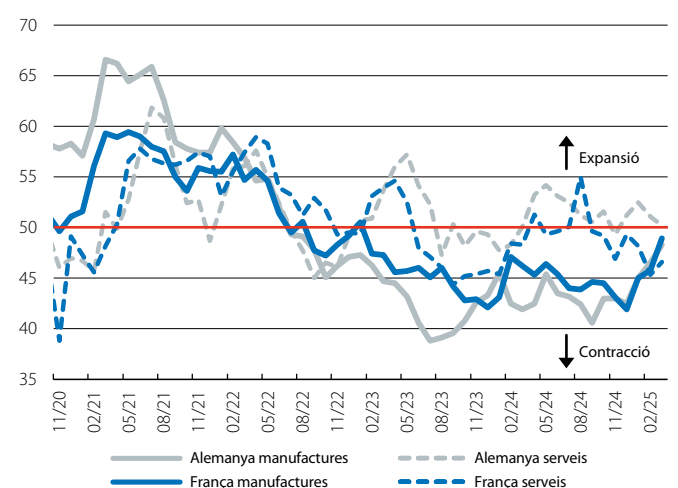
Freqüència amb la qual es repeteixen en premsa conceptes relatius a la incertesa en política comercial



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. i Raffo, A. (2020). Actualitzat a <https://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm#overview>.

Zona de l'euro: PMI per components

Índex



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

possible impacte dels últims aranzels anunciats per Trump. De fet, al març, a Alemanya, l'indicador de sentiment econòmic ZEW va registrar la seva major pujada en gairebé dos anys, i el de confiança empresarial Ifo va assolir màxims des de l'estiu del 2024 (+1,4 punts, fins a 86,7). Tot plegat al mateix temps que, a la zona de l'euro, el PMI compost va pujar fins a 50,4, tercer mes consecutiu per damunt del llindar de 50, que indica creixement positiu, gràcies al sector manufacturer.

Als EUA augmenten els riscos d'una desacceleració econòmica més intensa. El continu estira-i-arronsa en matèria aranzelària i la retallada de la despesa pública han impulsat els temors, intensificats després del *Liberation Day*, que l'economia registri una frenada més forta de la prevista. La confiança del consumidor ha estat la primera a patir aquest augment de la incertesa davant el temor de les llars a un deteriorament del mercat de treball i a un repunt de la inflació a causa del proteccionisme comercial. Així, l'índex del Conference Board porta caient tot l'any i, al març, es va situar en mínims des del gener del 2021. No obstant això, els indicadors empresarials de clima i d'opinió, que apunten a una certa moderació de l'activitat en el 1T 2025, es mantenen encara en valors compatibles amb creixements positius però modestos. De fet, al març, el PMI compost va pujar amb força (+1,9 punts, fins a 53,5), i l'ISM de serveis va aconseguir mantenir-se en valors per damunt del llindar de 50 (50,8 vs. 53,5), mentre que l'ISM per a manufactures es va situar en referències que apunten gairebé a l'estancament (49,0 vs. 50,3).

Un mercat de treball encara molt dinàmic en el 1T. Al març, es van crear 228.000 llocs de treball no agrícoles, la taxa d'atur va augmentar amb prou feines 0,1 p. p., fins al 4,2%, i els acomiadaments es van situar en mínims de l'1,0% de l'ocupació total. Aquestes dades posen en relleu que l'efecte de les mesures adoptades pel DOGE, i que s'han traduït en una pèrdua acumulada d'uns 14.000 llocs de treball federals entre el febrer i el març, està sent, ara com ara, força reduït. Això és així perquè el sector públic amb prou feines representa el 15% de l'ocupació no agrícola total, percentatge que és redueix a l'1,8% en el cas de l'ocupació federal.

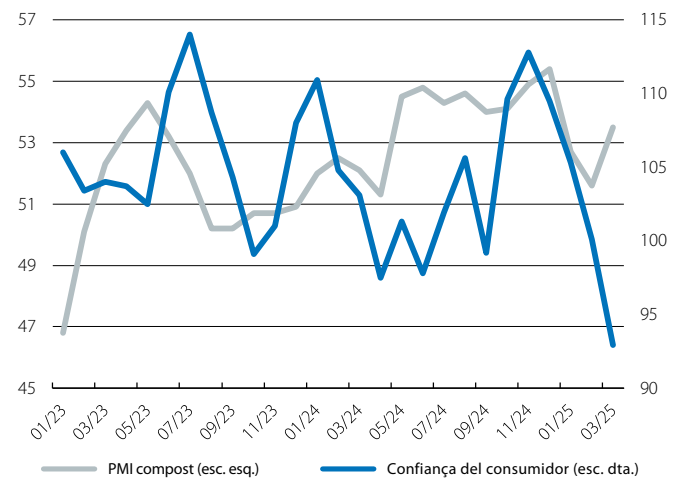
Riscos a l'alça per a la inflació als EUA i sense un biaix clar a la zona de l'euro. Al febrer, tant la inflació general com la subjacent als EUA van caure 0,2 p. p., fins al 2,8% i el 3,1%, respectivament, en el que és el primer descens en cinc mesos. Malgrat el que té de positiu la dada, els riscos sobre la inflació continuen concentrats a l'alça pel context actual d'agreujament de les tensions comercials. De fet, la Fed, a l'escenari macroeconòmic del març, va revisar a l'alça la inflació, precisament, per l'impacte dels aranzels i de l'augment de la incertesa. D'aquesta manera, la Fed ajorna fins al 2027 el moment en què la inflació torni a l'objectiu del 2,0%. Mentrestant, a la zona de l'euro, la inflació va reprendre la senda de moderació: al març, la general va caure 0,1 p. p., fins al 2,2%, i la subjacent, 0,2 p. p., fins al 2,4%, gràcies al fet que la inflació en serveis continua reculant (el 3,4% vs. el 3,7%) i marca ja mínims des del juny del 2022. A més a més, el BCE va revisar modestament a l'alça l'estimació per a la inflació el 2025, però va mantenir sense canvis les previsions per als dos propers anys.

La Xina haurà de continuar aplicant mesures d'estímul per complir els objectius de creixement. A la reunió anual de les Dues Sessions, el Govern xinès va tornar a fixar un objectiu de creixement al voltant del 5% i, per a assolir-lo, aplicarà una política fiscal «moderadament expansiva», tot i que molt orientada cap a mesures pel costat de l'oferta. No obstant això, l'escalada proteccionista bilateral amb els EUA ha incrementat les preocupacions sobre l'economia xinesa, (les exportacions als EUA representen al voltant del 3% del seu PIB).

EUA: índexs de confiança

(Índex = 50)

(Índex = 100)

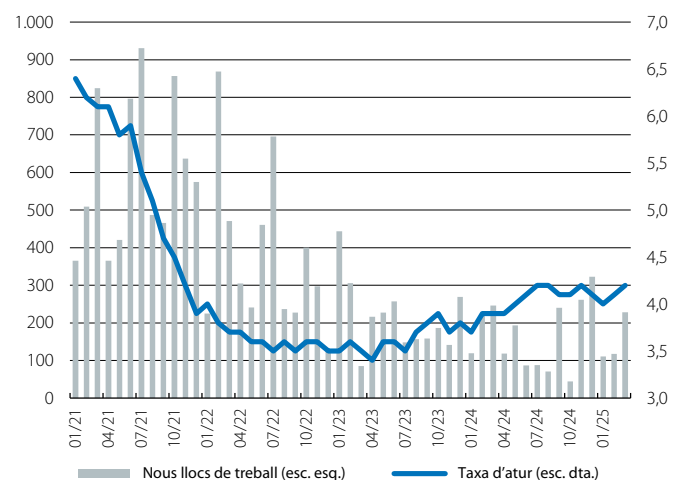


Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Conference Board i d'S&P Global.

EUA: mercat de treball

(Milers de persones)

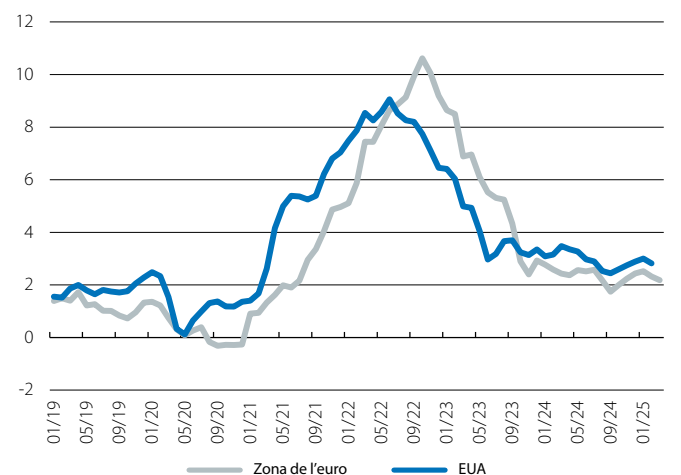
(%)



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

Inflació general

Variació interanual (%)



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

Acceleració en el canvi de les prioritats polítiques de la UE

La nova Comissió Europea ha complert els 100 primers dies en plena convulsió de les relacions transatlàntiques. La posada en pràctica (i en escena) de l'agenda de Trump està accelerant el canvi de les prioritats polítiques que ja s'intuïa per al segon mandat de Von der Leyen. Sembla que la necessitat peremptòria de conformar una UE més competitiva no es pot separar ara de l'objectiu de mantenir la seguretat i la integritat de les seves fronteres. El proper cycle pressupostari 2028-2034 hauria de recollir l'ambició d'aquests reptes a mitjà termini, però, fins a la seva definició, queden dures negociacions sobre com finançar-los i interrogants crítics per resoldre, com el futur d'Ucraïna o els compromisos de l'agenda climàtica.

Un pla per recuperar el nord en la competitivitat global

La Comissió Europea va presentar el 29 de gener la Brúixola de la Competitivitat,¹ un full de ruta per al 2025-2026 que concreta en accions polítiques les recomanacions dels informes Letta i Draghi² i manté els tres grans objectius d'aquest últim: tancar el *gap* d'innovació amb els competidors globals, impulsar la descarbonització competitiva i reduir les dependències estratègiques. A les accions específiques per assolir cada objectiu, se sumen cinc palanques horitzontals, que passen per simplificar la regulació per a les empreses, per avançar en una major integració del mercat únic, per impulsar el finançament amb nous productes d'estalvi i d'inversió, per garantir la provisió d'habilitats adequades al mercat laboral, i per millorar la coordinació dels instruments europeus amb un impuls dels projectes comuns.

La Comissió Europea ja ha presentat diverses propostes d'acció política en àmbits rellevants, que han de ser ara referendades pel Consell i pel Parlament Europeu. Entre aquestes propostes, podem esmentar dos paquets de mesures de simplificació reguladora a l'àrea de la sostenibilitat, part d'un objectiu general de reduir la càrrega administrativa de les empreses en, com a mínim, el 25% (el 35% en el cas de les pimes). També un nou pacte per a la indústria neta, que inclou la mobilització de 100.000 milions d'euros per a la producció de tecnologies netes a la UE i un pla d'acció per reduir els costos de l'energia per als consumidors i per a les empreses, que podria comportar un estalvi de 45.000 milions el 2025 (i fins als 260.000 milions el 2040).

I, entre el que està per venir el 2025, hi ha molta expectació al voltant de la revisió de la regulació sobre les ajudes d'estat, del marc de competència i de l'estratègia per reduir la fragmentació del mercat interior. D'aquesta última, ja s'ha avançat una proposta per impulsar la Unió d'Estalvis i Inver-

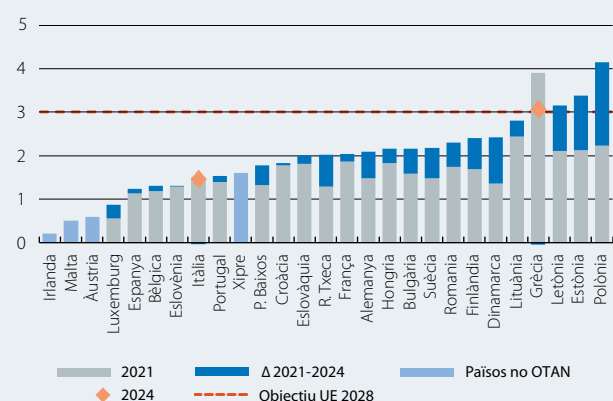
sions (SIU, per les sigles en anglès),³ el principal objectiu de la qual és facilitar la canalització de l'estalvi de les llars cap al finançament de sectors estratègics.

Despesa en defensa, més i més ràpid del que s'esperava

A cavall entre la Brúixola de la Competitivitat i les noves realitats geopolítiques, la UE està accelerant el pas el 2025 per reduir la dependència estratègica dels EUA en matèria de defensa.⁴ El catalitzador ha estat l'aposta de la nova Administració Trump per l'unilateralisme en política exterior, que ha fracturat l'eix atlàntic amb una retòrica molt dura amb Europa –lluny de l'enfocament transaccional esperat– i que ha donat oxigen a Rússia més enllà del conflicte a Ucraïna.⁵ La resposta ha arribat en forma d'un ambiciós paquet de mesures (*ReArm Europe*), que inclouria l'activació de la clàusula d'escapament en les regles fiscals, que podria alliberar uns 650.000 milions per a despesa en defensa en els quatre propers anys, així com un nou instrument comunitari amb 150.000 milions en préstecs als Estats membres per facilitar compres conjuntes i per reforçar les capacitats paneuropees (*Security Action for Europe, SAFE*).

Aquest paquet de mesures permetria incrementar la despesa anual en defensa del conjunt de la UE en una mica més d'1 punt del PIB fins al 2028, de manera que se superaria la xifra del 3% i s'aproparia als registres dels EUA en l'última dècada. No obstant això, el punt de partida és molt heterogeni, motiu pel qual, si s'estableix un objectiu comú, l'esforç fiscal seria també molt diferent entre els Estats membres (vegeu el primer gràfic). Per raons òbvies, els paï-

Despesa en defensa el 2021 i increment fins al 2024 (% i p. p. del PIB)



Nota: Última dada disponible per als països de la UE que no són membres de l'OTAN (el 2023 per a Àustria i el 2022 per a Xipre, Irlanda i Malta); dada del 2024 en rombes per als països amb reducció de la despesa de defensa des del 2021 (Grècia i Itàlia).

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

3. Comissió Europea (2025), «*Savings and Investments Union: A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU*», comunicació de la Comissió Europea, COM(2025) 124 final.

4. Comissió Europea (2025), «*Joint White Paper for European Defence Readiness 2030*», JOIN(2025) 120 final.

5. Vegeu el Focus «*La reconstrucció d'Ucraïna i les possibles implicacions per a l'escenari energètic europeu*», en aquest mateix Informe Mensual.

1. Vegeu Comissió Europea (2025), «*A Competitiveness Compass for the EU*», comunicació de la Comissió Europea, COM(2025) 30 final.

2. Vegeu el Focus «*Draghi proposa una política industrial europea com a motor davant els reptes de les properes dècades*», a l'IM10/2024.

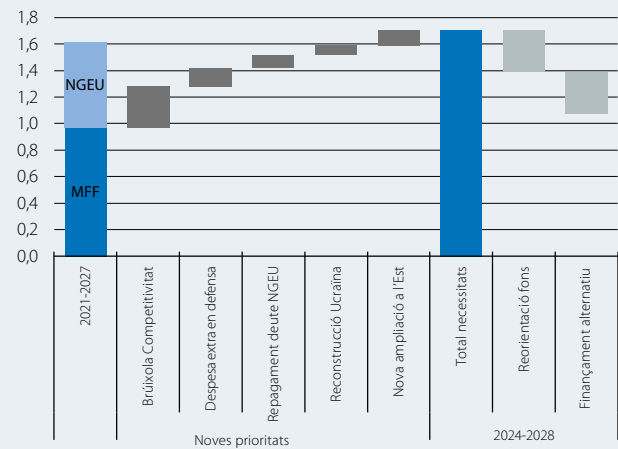
sos limítrofes amb Rússia i amb Ucraïna són els que han registrat un increment més significatiu des del 2021 i els que han mostrat les ràtios més elevades el 2024. En aquest sentit, destaca el 4,2% de Polònia, mentre que, entre les grans economies, Alemanya i França se situen al voltant de la mitjana, seguides a una certa distància per Itàlia (l'1,5%) i per Espanya (l'1,2%). En alguns casos, cobrir aquest *gap* comportarà un estrès addicional sobre el seu limitat espai fiscal,⁶ de manera que és previsible que es redirigeixin fons comunitaris no utilitzats, com els de l'NGEU.⁷

Prioritzar amb un pressupost a l'altura dels reptes

La Comissió Europea presentarà, al juliol d'enguany, la seva proposta per al Marc Financer Pluriennal (MFF) 2028-2034. Aquest nou cicle pressupostari neix en un context ben diferent de l'anterior, aprovat el 2020 en plena gestió de la pandèmia. L'entorn geopolític és més hostil, amb un conflicte armat a la frontera oriental de la UE i amb la fractura de la històrica aliança transatlàntica, i també ho és el geoeconòmic, amb riscos d'escalada en el proteccionisme i de fragmentació comercial. Un escenari que requerirà de quantiosos recursos, que permetin finançar de forma simultània la Brúixola de la Competitivitat, la major despesa en defensa, la reconstrucció d'Ucraïna⁸ i una possible nova fase d'ampliació cap a l'Est, encapçalada per aquest país,⁹ així com el repagament del deute mancomunitat emès per finançar l'NGEU.¹⁰ Considerant tots aquests factors, estimem que el pressupost anual de la UE podria escalar de l'1% del PIB el 2021-2027 fins a unes necessitats totals de despesa de l'1,7% el 2028-2034, un salt d'una quantia similar a la dels fons de l'NGEU (vegeu el segon gràfic).¹¹ Una part d'aquest increment es podria canalitzar a través d'una reorientació dels recursos del cicle anterior, inclosos els no utilitzats de l'NGEU, i d'altres fonts alterna-

Estimació del pressupost anual de la UE per al 2028-2034

(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de l'informe Draghi (2024) i de referències esmentades en aquest article publicades a Bruegel (2024) i del Parlament Europeu (2024, 2025).

tives de finançament: emissions de deute mancomunitat, nous recursos propis de la UE o, fins i tot, la disposició d'actius russos congelats arran de la invasió d'Ucraïna.¹²

El camí fins a l'aprovació d'un nou MFF no estarà lliure d'espines. La fragilitat política interna s'ha intensificat després de l'últim cicle electoral, incloses les eleccions al Parlament Europeu el 2024. La perspectiva d'una major despesa pública també podria comportar tensions als mercats de deute sobirà,¹³ i cal veure la factura sociopolítica que deixa l'aparent gir de la nova Comissió Europea en matèria mediambiental, amb una agenda climàtica cada vegada més subordinada a l'impuls competitiu.

No obstant això, la unanimitat del Consell a l'hora de donar suport a la proposta del pla de defensa europeu i els recents brots verds en l'eix París-Berlín han obert un cert optimisme per impulsar un pressupost ambiciós a l'altura dels reptes. A diferència de la urgència que va guiar els acords històrics per a l'NGEU el 2020, ara tenim l'avançatge que s'ha realitzat una profunda reflexió prèvia sobre les prioritats de la UE a través dels informes Letta i Draghi, la qual cosa ha facilitat la selecció d'accions polítiques que tinguin un veritable impacte i que siguin transcendents a mitjà termini per als 450 milions d'europeus.

David Martínez Turégano

6. Vegeu el Focus «El nou marc de governança econòmica de la UE», a l'IM01/2025.

7. Vegeu el Dossier «La capacitat transformadora de l'NGEU i d'altres plans d'estímul fiscal», a l'IM03/2025

8. Banc Mundial (2025), «Ukraine: Fourth Rapid Damage and Needs Assessment Fourth Rapid Damage and Needs Assessment».

9. Vegeu Darvas, Z. i Mejino-López, J. (2024), «What enlargement could imply for the European Union's budget», Bruegel.

10. Vegeu Darvas, Z. i McCaffrey, C. (2024), «Management of debt liabilities in the EU budget under the post-2027 MFF», Parlament Europeu.

11. Assumim les següents hipòtesis en el càlcul detallat que es mostra al gràfic: i) el sector públic finança una quarta part dels 800 mil milions (mm) anuals identificats a l'informe Draghi com a necessitats d'inversió, i el 25% es cobreix amb el pressupost comunitari a través dels fons per a la Brúixola de la Competitivitat; ii) la despesa extra en defensa es correspon amb el finançament comú del 25% d'un increment d'1 punt del PIB un cop descomptades les necessitats ja identificades a l'informe Draghi (20 mm anuals); iii) el repagament del deute mancomunitat de l'NGEU se situa en el rang de 20-25 mm anuals; iv) considerem que la meitat del cost de la reconstrucció d'Ucraïna (500 mm en els 10 propers anys, segons el Banc Mundial) serà assumida per les administracions europees, i, si ens basem en l'observat fins al moment, el 50% serà amb finançament comú; v) segons diferents fonts, el cost d'una possible ampliació cap a l'Est se situaria al voltant dels 20 mm anuals per al pressupost comunitari; vi) reorientació del 25% dels fons corresponents al període 2021-2027, i vii) el finançament alternatiu considera el *rollover* del deute mancomunitat de l'NGEU, la disposició d'uns 100 mm d'actius russos i nous recursos propis per valor de 35 mm anuals.

12. Kowald, K. i Pari, M. (2025), «Future of EU long-term financing», Parlament Europeu.

13. Vegeu el Focus «El gir fiscal alemany i el bund: quan la seguretat té un preu», en aquest mateix Informe Mensual.

La reconstrucció d'Ucraïna i les possibles implicacions per a l'escenari energètic europeu

Des de l'arribada de Donald Trump a la presidència dels EUA, s'han succeït els intents per aconseguir engegar una taula de negociació entre Rússia i Ucraïna. El passat 25 de març, es va fer un primer pas amb la signatura d'un alto el foc parcial entre Ucraïna i Rússia, amb el qual es vol garantir la seguretat de la navegabilitat i del comerç al mar Negre. A més a més, es va incloure el compromís de no realitzar atacs contra les infraestructures energètiques i es va posar en relleu la importància d'aquest sector per a les dues nacions, pel proveïment domèstic i pels ingressos generats per les exportacions de combustibles fòssils. Més enllà de les consideracions polítiques i socials, un acord de pau durador tindria un efecte positiu sobre els fluxos energètics internacionals i afavoriria el relaxament dels preus, en especial del gas natural. La UE, conscient d'aquest avantatge i de la necessitat de restaurar les instal·lacions energètiques danyades durant la guerra, ha començat a plantejar el futur de la reconstrucció d'Ucraïna, de les seves infraestructures energètiques i de la resta de sectors rellevants per al creixement econòmic.

Els costos de la reconstrucció

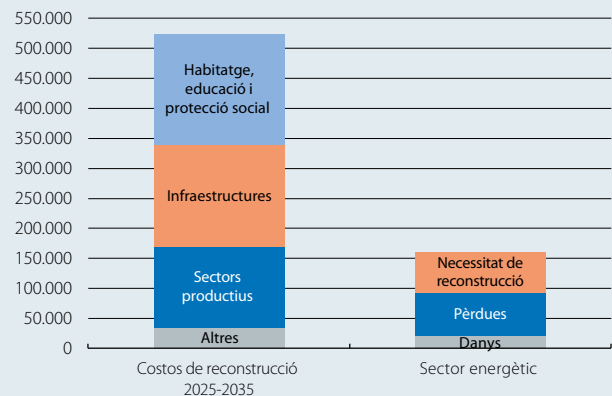
De manera conjunta, el Banc Mundial, la UE i les Nacions Unides¹ han estimat que el valor dels danys directes de la guerra d'Ucraïna, des del febrer del 2022 fins al desembre del 2024, ascendiria a 176.000 milions de dòlars (170.000 milions d'euros), el 15,8% per damunt del càlcul realitzat al final del 2023. En l'últim any, l'increment dels danys s'ha produït de forma generalitzada al sector residencial, al transport, al comerç i a la indústria. No obstant això, les pèrdues al sector van augmentar el 70%, arran dels danys registrats en els actius vinculats a la generació i a la transmissió d'electricitat i en les infraestructures de distribució energètica i de calefacció urbana (vegeu el primer gràfic).

Aquests tres organismes internacionals estimen que el cost de les necessitats de reconstrucció i de recuperació d'Ucraïna, del sector públic i del privat, durant la pròxima dècada, ascendiria a 524.000 milions de dòlars (506.000 milions d'euros), aproximadament 2,8 vegades el PIB nominal estimat d'Ucraïna el 2024. El llistat de prioritats en l'assignació dels ajuts l'encapçalaria l'habitatge (amb el 16% del total), seguit del transport (el 15%), l'energia (el 12%), el comerç i la indústria (el 12%) i l'agricultura (l'11%).

Paral·lelament, i amb la finalitat d'obtenir el suport necessari per aconseguir la futura adhesió d'Ucraïna a la UE, el

Ucraïna: costos de la reconstrucció econòmica i energètica

(Milions de dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial, de la UE i de les Nacions Unides.

Govern ucraïnès ha posat en marxa un programa de reformes i d'inversions, recollides al Pla Ucraïna.² En el cas concret del sector energètic, s'estan adoptant mesures per oferir oportunitats atractives al sector privat i s'han accelerat les reformes legislatives i estructurals (centrades en la millora de la seguretat energètica i en la transició cap a les energies renovables), amb la finalitat d'alinejar el sector amb les normes i amb els estàndards de la UE, com a requisit essencial per poder competir als mercats europeus.

Què passarà amb l'escenari energètic europeu després dels acords de pau?

Una de les qüestions sobre els acords de pau, parcials o totals, i sobre el procés de reconstrucció que suscita més debat és què succeirà amb l'escenari energètic europeu. Aspectes com si Europa tornarà a ser un dels principals clients de l'energia russa o quin impacte tindrà sobre els preus del cru i del gas natural el retorn de Rússia a l'escena europea centren una gran part de les incògnites que cal resoldre.

Pel que fa al petroli, després de la invasió d'Ucraïna, Occident va sancionar les exportacions de cru rus,³ decisió que no va impedir que Rússia continués mantenint un ritme de producció elevat. De llavors ençà, els fluxos des de Rússia

2. Al maig del 2024, el Govern d'Ucraïna va adoptar el Pla Ucraïna de la UE. És un programa integral de reformes i d'inversions per al període 2024-2027 que engloba la majoria dels sectors de l'economia ucraïnesa.

3. El 2022, els EUA i el Regne Unit van prohibir les importacions de petroli i de derivats de Rússia. La UE, des del final del 2022, també les va prohibir i, el 2023, va restringir la prestació de serveis associats (transport i assegurances marítimes) als importadors de cru rus. Paral·lelament, el 2022, el G-7 va imposar un topall de 60 dòlars al preu de venda del barril de cru rus transportat per via marítima. No afecta el cru que arriba a Europa a través d'oleoducte als països sense accés al mar.

1. Vegeu «Quarta Avaluació Ràpida de Danys i Necessitats d'Ucraïna (RDNA4)», World Bank Document, febrer del 2025.

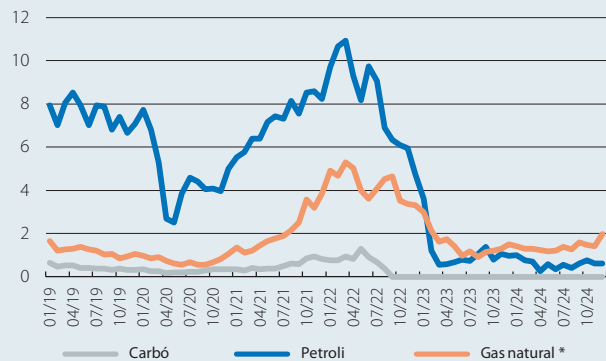
cap a Europa s'han minimitzat de manera efectiva (vegeu el segon gràfic), i els carregaments de petroli rus s'han redirigit cap a la Xina, l'Índia i Turquia. Per la seva banda, Europa ha compensat aquesta reducció amb els barrils de l'Orient Mitjà i dels EUA. En un possible acord de pau, hi ha la possibilitat que els EUA suavitzin les sancions sobre el topall de preus imposat pel G-7, de manera que la prima de descompte actual a la qual es negocia el barril dels Urals es diluiria i perdria l'avantatge competitiu en relació amb el preu del barril de Brent per als compradors asiàtics. Aquest moviment no hauria d'afectar de manera significativa el volum de les importacions de petroli d'Europa, i els preus podrien registrar pressions a la baixa, relacionades amb l'augment de l'oferta de barrils per part de l'OPEP a partir de l'abril.

En canvi, en el cas del gas natural, l'acord de pau sí que podria tenir més implicacions per a Europa. L'escenari gasístic europeu actual no és el mateix que hi havia abans de començar la guerra. D'una banda, la demanda de gas natural del Vell Continent ha reculat el 20% entre el 2021 i el 2024. L'encariment del gas natural a Europa des de l'inici de la guerra, el desplegament de les energies renovables i les polítiques d'estalvi energètic promogudes des de la UE⁴ han comportat una reducció considerable de la demanda. De l'altra, Europa ha buscat proveïdors alternatius de gas natural i ha donat més protagonisme al gas natural liquat (GNL), principalment al d'origen nord-americà, i a tota la indústria d'emmagatzematge i regasificació associada a aquest combustible. No obstant això, en aquest sentit, cal assenyalar que, malgrat que les exportacions de gas natural rus cap a Europa s'han reduït de forma dràstica des del 2022, Rússia ha continuat venent GNL a Europa (el 18% del total de GNL importat per Europa, exclosa Turquia, el 2024).

Adicionalment, un altre factor que també ha canviat de forma dràstica són les rutes del gas importat des de Rússia a Europa per gasoducte. De les quatre vies d'accés existents a l'inici de la guerra (Yamal per Polònia, Nord Stream per Alemanya, Brotherhood per Ucraïna i Turk Stream per Turquia), en l'actualitat només està operatiu el gasoducte turc. A diferència del que ha succeït amb el petroli, la UE no ha sancionat de manera explícita els fluxos de gas natural per gasoducte, i les interrupcions dels subministraments han estat degudes a qüestions legals, polítiques i logístiques.

Així i tot, quan arribi la pau, sembla poc probable que el volum de les exportacions de gas natural de Rússia a Euro-

Rússia: exportacions de minerals fòssils a la UE (Milers de milions de dòlars)



Nota: * Inclou gas natural i GNL.

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

pa torni a assolir els nivells previs a la guerra. En els tres últims anys, els països de la UE han invertit la preferència d'una energia barata per la seguretat energètica. La majoria de membres mantenen una posició contrària al retorn del gas rus a Europa, llevat d'Eslovàquia i d'Hongria, de manera que donaran suport a la diversificació dels proveïdors i no invertiran de manera significativa en la recuperació dels gasoductes en pausa. A més a més, la guerra ha accelerat a la UE un seguit de canvis estructurals amb un perfil a més llarg termini, com la inversió en fonts d'energia renovables, la deslocalització d'algunes indústries intensives en l'ús del gas natural i el desenvolupament de la capacitat del GNL, aspectes que disminueixen el potencial de creixement de la demanda per al gas natural rus.

Tot fa pensar que, davant un acord de pau equilibrat entre Rússia i Ucraïna, el retorn dels fluxos de gas i de petroli russos a Europa difícilment assolirà els nivells previs al conflicte. A més de les qüestions polítiques, legals i de seguretat, els quantiosos danys patits per les infraestructures energètiques ucraïneses durant el conflicte, tot i ser un objectiu prioritari de reconstrucció, alenteixen la normalització del trànsit d'aquests fluxos.

Beatriz Villafranca

4. Vegeu «REPowerEU: la política energètica en els plans de recuperació i resiliència dels països de la UE» (el propòsit d'aquest programa és posar fi a la dependència dels combustibles fòssils russos el 2027 mitjançant l'estalvi d'energia i la diversificació dels subministraments), i «Objectiu 55» (paquet de mesures de la UE sobre la legislació europea del clima, amb l'objectiu de reduir les emissions de gasos amb efecte d'hivernacle a la UE el 55%, pel cap baix, el 2030).

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

ESTATS UNITS

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Activitat									
PIB real	2,9	2,8	2,9	3,0	2,7	2,5	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	5,2	3,4	2,8	3,4	3,5	3,8	3,6	3,5	...
Confiança del consumidor (valor)	105,4	104,5	106,3	98,9	102,2	110,6	105,3	100,1	92,9
Producció industrial	0,2	–0,3	–0,5	0,0	–0,4	–0,2	1,9	1,4	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,8	48,5	47,3	48,2	50,9	50,3	49,0
Habitatges iniciats (milers)	1.421	1.368	1.407	1.340	1.332	1.392	1.350	1.501	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	312	330	325	329	332	336	339	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	4,0	3,8	4,0	4,2	4,1	4,0	4,1	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,3	60,1	60,2	60,1	60,0	59,9	60,1	59,9	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	–3,1	–3,4	...	...
Preus									
Inflació general	4,1	3,0	3,2	3,2	2,6	2,7	3,0	2,8	...
Inflació nucli	4,8	3,4	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	3,1	...

JAPÓ

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Activitat									
PIB real	1,5	0,1	–0,7	–0,7	0,7	1,1	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	35,2	37,2	38,9	37,0	36,8	36,3	35,2	35,0	...
Producció industrial	–1,4	–3,0	–4,3	–3,5	–1,8	–2,5	2,3	4,5	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	11,0	13,0	13,0	14,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,2	–1,0	–1,1	–1,0	–1,0	–0,9	...
Preus									
Inflació general	3,3	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	4,0	3,6	...
Inflació subjacent	3,9	2,4	3,2	2,2	2,0	2,3	2,6	2,6	...

XINA

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Activitat									
PIB real	5,4	5,0	5,3	4,7	4,6	5,4	–	–	–
Vendes al detall	7,8	3,3	4,7	2,6	2,7	3,8	...	4,0	...
Producció industrial	4,6	5,6	5,8	5,9	5,0	5,6	...	5,9	...
PMI manufactures (oficial)	49,9	49,8	49,7	49,8	49,4	50,2	49,1	50,2	50,5
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	865	995	841	864	897	995	1.049	1.041	...
Exportacions	–5,1	4,6	–1,7	4,4	5,4	10,0	5,5	–2,3	...
Importacions	–5,5	1,1	1,6	2,5	2,2	–1,7	–16,5	1,5	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,2	0,5	–0,7	...
Tipus d'interès de referència ³	3,5	3,1	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1
Renminbi per dòlar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Vendes al detall (variació interanual)	-1,9	1,2	0,1	0,4	2,1	2,1	1,5	...	...
Producció industrial (variació interanual)	-1,6	-3,0	-4,7	-3,9	-1,7	-1,5	0,0	...	...
Confiança del consumidor	-17,4	-14,0	-15,3	-14,2	-13,0	-13,4	-14,1	-13,6	-14,5
Sentiment econòmic	96,2	95,7	95,7	95,8	96,1	95,2	95,3	96,3	95,2
PMI manufactures	45,0	45,9	46,4	46,3	45,8	45,5	46,6	47,6	48,6
PMI serveis	51,2	51,5	50,0	53,1	52,5	52,1	51,3	50,6	51,0
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,7	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2	6,1	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5	...
França (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,5	7,4	7,4	7,3	7,3	7,4	...
Itàlia (% pobl. activa)	7,7	6,6	7,1	6,7	6,3	6,1	6,2	5,9	...
PIB real (variació interanual)	0,5	0,8	0,5	0,5	1,0	1,2	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-	-	-
França (variació interanual)	1,1	1,1	1,4	1,0	1,2	0,6	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	0,8	0,5	0,3	0,6	0,6	0,6	-	-	-

Preus

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
General	5,5	2,4	2,6	2,5	2,2	2,2	2,5	2,3	2,2
Nucli	5,0	2,8	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,4

Sector exterior

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Saldo corrent	2,1	3,5	2,6	3,2	3,3	3,5	3,4	...	...
Alemanya	5,6	5,7	6,0	6,4	6,3	5,7	5,4	...	...
França	-1,0	0,4	-0,5	-0,4	0,0	0,4	0,2	...	...
Itàlia	0,0	1,4	0,5	0,9	1,1	1,4	1,3	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	94,2	93,2	92,7	94,6

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	2,7	0,8	0,3	0,4	1,0	1,4	2,0	2,2	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	1,7	0,5	0,2	0,3	0,5	0,9	1,3	1,5	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	5,1	4,9	4,4	4,1	...	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,8	4,7	4,3	4,1	...	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	-8,5	-3,9	-8,8	-5,5	-2,5	1,2	2,9	3,8	...
Altres dipòsits a curt termini	21,1	12,3	18,3	14,3	10,5	5,9	3,3	2,0	...
Instrumentos negociables	20,3	20,2	20,6	19,8	22,1	18,5	17,3	19,8	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	2,7	3,0	3,2	3,1	3,0	2,6	2,3	...	...

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.

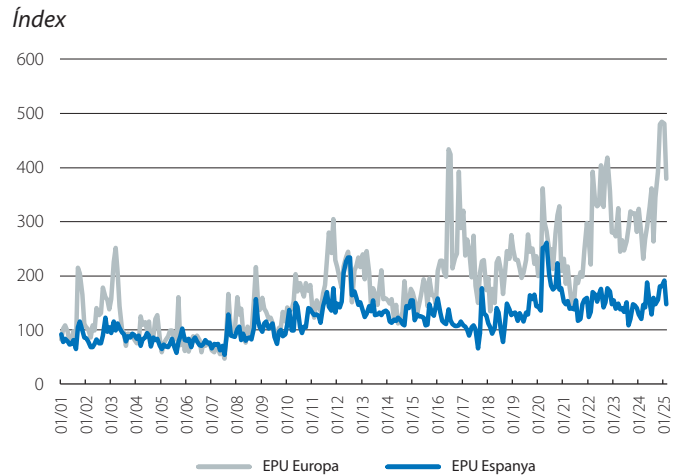
L'economia espanyola continua creixent a un bon ritme malgrat la incertesa en l'entorn internacional

Incertesa és la paraula del moment, però la seva percepció en la nostra economia és menor que a la resta d'Europa. El convuls context internacional, marcat per l'actuació de l'Administració Trump, continua sent objecte de màxima atenció i preocupació. La incertesa sobre diverses dimensions és elevada: sobre la guerra comercial engegada pels EUA, sobre l'evolució de la guerra entre Rússia i Ucraïna i sobre la pròpia relació transatlàntica. Davant de tanta incertesa, convé diferenciar la intensitat en funció del país. A Espanya, els índexs d'incertesa, mesurats mitjançant l'anàlisi textual dels principals diaris del país, mostren un repunt inferior al que s'observa al conjunt d'Europa. El menor grau d'exposició comercial als EUA d'Espanya en relació amb el conjunt d'Europa o la distància del front ucraïnès poden ser algunes de les explicacions d'aquest diferencial. Sigui com sigui, ara com ara, i mentre esperem el desenvolupament dels esdeveniments, sembla que la nostra economia hauria de trampejar millor aquest període d'incertesa que els nostres principals socis comercials.

El sector serveis continua avançant amb força, mentre que el convuls context internacional s'està fent sentir negativament a la indústria. Pel costat dels serveis, en el 1T, l'índex PMI per al sector es va situar en els 55,3 punts, 0,2 punts per damunt del registre del trimestre anterior. Així mateix, l'índex de producció del sector serveis va avançar un notable 1,5% intermensual al gener i va propulsar la taxa interanual del 2,1% al 4,2%. En canvi, el PMI manufacturer va cedir 3,6 punts en la mitjana del 1T 2025 en relació amb el 4T 2024, fins a assolir els 50 punts. La reculada s'explica pel pobre comportament de la demanda externa, afectada per la incertesa aranzelària. En la mateixa tònica, l'índex de producció industrial va començar l'any amb mal peu, amb una caiguda intermensual de l'1,0%. Pel costat del consum, els senyals són mixtos. En la mitjana de gener i febrer, l'índex de comerç al detall avança el 0,2% en relació amb la mitjana del trimestre anterior, i l'indicador de consum de CaixaBank Research creix, amb dades fins a la tercera setmana de març, el 3,4% interanual, en relació amb el 4,0% del trimestre anterior. No obstant això, cal tenir en compte que les lectures del març han estat particularment modestes, principalment pel capítol del consum presencial, que podria haver estat afectat per les intenses pluges durant el mes i per un efecte calendari provocat per la Setmana Santa, que, el 2024, va caure al març. Finalment, tal com es comentarà tot seguit, l'ocupació ha continuat avançant amb força. D'aquesta manera, els indicadors disponibles, malgrat els matisos, continuen apuntant a un ritme de creixement notable del PIB, que situem en la forquilla del 0,6%-0,7% intertrimestral.

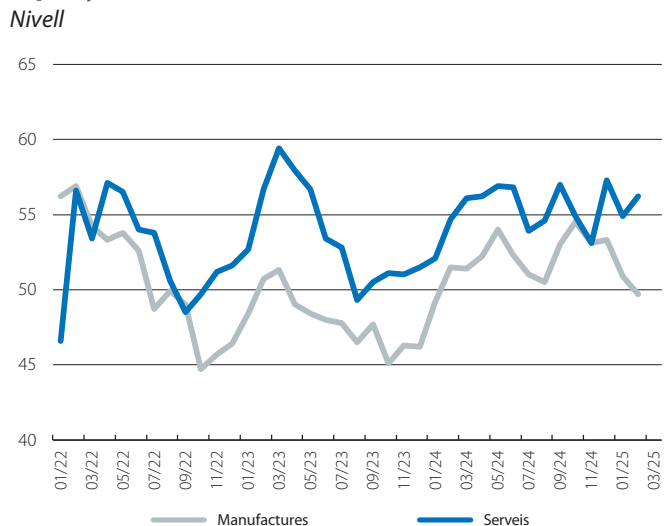
La creació d'ocupació es manté dinàmica al març, tot i que, enguany, la Setmana Santa cau a l'abril. Al març, els afiliats a la Seguretat Social van augmentar en 161.492 persones (el 0,8%

Espanya: índexs d'incertesa per política econòmica



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Baker, S. R., Bloom, N. i Davis, S. i de Ghirelli, C., Pérez, J. J. i Urtasun, A.

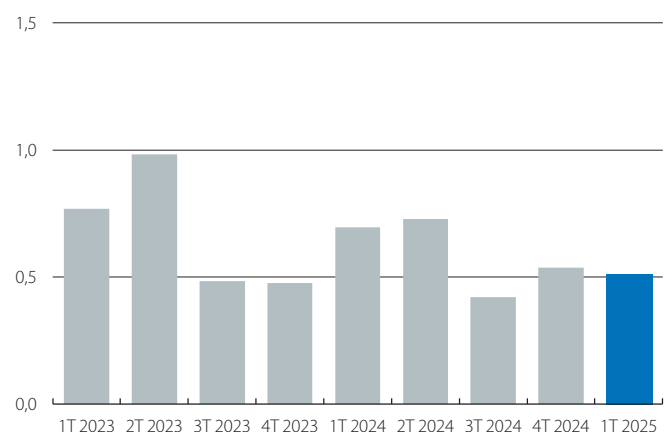
Espanya: PMI



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social

Variació intertrimestral (%)



Nota: Sèrie desestacionalitzada d'afiliats que no estan en ERTO.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions.

intermensual), un increment coherent amb el que és habitual en aquest mes, però una mica per sota de l'avanç anotat al març del 2024 (el 0,9%), atès que, l'any passat, la Setmana Santa va caure al març. En el conjunt del 1T, l'afiliació va accelerar en 0,1 p. p. el ritme de creixement del trimestre anterior, amb un avanç del 0,6% intertrimestral un cop corregida l'estacionalitat.

Ajust notable de la inflació al març. La inflació general va caure 7 dècimes al març, fins al 2,3%, i la inflació subjacent, 2 dècimes, fins al 2,0%. Aquesta caiguda de la inflació general respon, en gran part, al descens dels preus de l'electricitat. Per la seva banda, es constata la reducció sostinguda de la inflació subjacent, que, en tot just tres mesos, ha baixat 0,6 p. p. No obstant això, la dada d'aquest mes podria estar influenciada per un efecte calendari. L'any passat, la Setmana Santa va caure al març, la qual cosa va comportar un augment del preu dels serveis turístics que no s'ha produït en aquest mes. La forta correcció del preu de les principals primeres matèries energètiques que va tenir lloc al març, juntament amb l'abaratiment del preu del petroli anticipat pels mercats de futurs, fa pensar que els preus de l'energia haurien de contribuir a una moderació de la inflació en els propers mesos.

El dèficit públic recula fins al 3,2% del PIB el 2024 i se situa en 50.187 milions d'euros, equivalent al 3,15% del PIB, una reducció de 2.482 milions en relació amb el 2023. Sense comptar la despesa excepcional per la DANA, de 5.590 milions, el dèficit es va situar en el 2,8% del PIB, 0,2 p. p. per sota de l'objectiu marcat pel Govern i per la Comissió Europea, del 3,0%. Els ingressos públics van augmentar el 7,1%, impulsats pel dinamisme de l'activitat econòmica i per una inflació encara relativament elevada, mentre que les despeses van créixer el 6,2%, a causa, principalment, de l'increment de la despesa en pensions i en salaris dels empleats públics. L'any 2024 tanca amb un ajust fiscal considerable, de 0,7 p. p., si exclouem la despesa extraordinària per la DANA.

La posició deutora externa es continua reduint gràcies al bon comportament del sector exterior. La balança per compte corrent va tancar el 2024 amb un superàvit del 3,0% del PIB, per damunt del 2,7% de l'any anterior i molt a la vora del rècord històric assolit el 2016, del 3,1%. Tant la balança de béns com la de serveis van contribuir a la millora del saldo corrent: el dèficit de béns es va reduir 0,3 p. p., fins al 2,0% del PIB, gràcies al component energètic, arran de l'abaratiment de les importacions, mentre que el superàvit dels serveis es va ampliar 0,1 p. p., fins al 6,3%, gràcies a l'embranchada del turisme. En canvi, a la balança de rendes, el dèficit es va mantenir estable en l'1,3%. El bon to del compte corrent, en conjunció amb el superàvit al compte de capital, ha permès continuar reduint el dèficit de la posició d'inversió internacional neta –la diferència entre el valor dels nostres actius a l'estranger i el dels estrangers al país–, una dinàmica comentada amb més detall al Focus «[L'elevada capacitat de finançament continua facilitant la correcció de l'endeutament extern de l'economia espanyola](#)», en aquest mateix Informe Mensual. Així, la PIIN va tancar el 2024 amb un saldo deutor del 44% del PIB, 7,3 p. p. menys que el 2023 i un registre no vist des del 2002.

Espanya: IPC

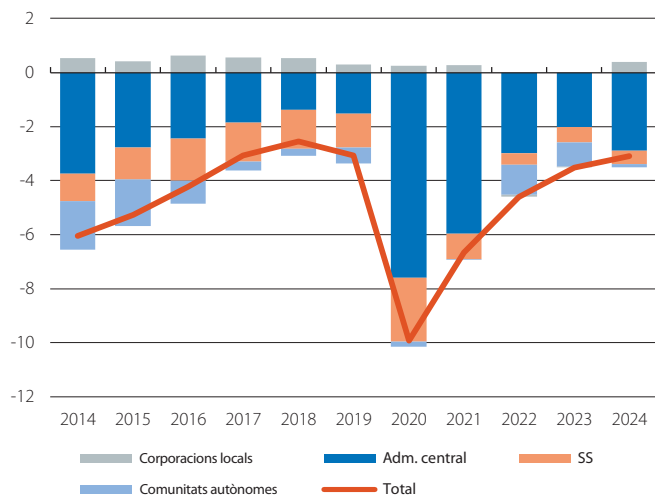
Variació interanual (%)



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

Espanya: saldo de les Administracions públiques

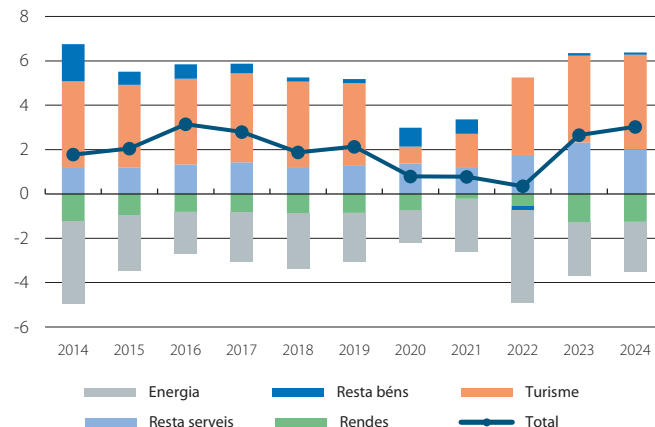
(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda.

Espanya: balança per compte corrent

(% sobre el PIB)



Nota: Dades de comerç de béns energètics segons la classificació de Grups d'Utilització (GU).

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

Monitorant el consum a més de 200 ciutats d'Espanya en temps real

Les dades massives (*big data*) permeten un seguiment de l'economia amb una granularitat i amb una immediatesa inimaginables fins fa poc. Un exemple d'això és el [portal d'Economia en temps real de CaixaBank Research](#), una eina pionera que monitora l'economia espanyola a partir de les dades internes de l'entitat, agregades i degudament anonimitzades.¹ El consum és un dels àmbits analitzats a partir dels pagaments i dels reintegraments amb targetes bancàries.² Fins ara, l'evolució del consum estava disponible a nivell agregat per al total d'Espanya i per a totes les comunitats autònomes.

Ara incorporem al portal el consum als municipis d'Espanya de més de 35.000 habitants. En total, fem el seguiment a 207 municipis, la qual cosa inclou totes les capitals de província. Moltes d'aquestes ciutats són ens econòmics de dimensió considerable, però que, sovint, disposen d'informació econòmica limitada sobre el seu municipi, en particular d'informació amb una latència reduïda que permeti un seguiment gairebé en temps real.³ Aquesta nova eina ofereix un indicador de la despesa al municipi que reflecteix la realitat econòmica local basada en dades de qualitat.

El consum l'identifiquem a partir de la despesa presencial amb targeta i dels reintegraments realitzats en aquestes 207 ciutats espanyoles (vegeu el primer gràfic). Així, incloem la despesa amb targeta i els reintegraments tant d'espanyols com d'estrangers per prendre el pols del consum en un municipi.⁴ Mensualment, publicarem com evoluciona el consum presencial a cada municipi amb un decalatge d'uns pocs dies després del tancament del mes.

El consum a Espanya va avançar en el 1T 2025 el 3,4% interanual,⁵ un nivell de creixement una mica inferior al 4,0%

1. Per a més detalls, vegeu els Focus «Economia en temps real: el nou portal de CaixaBank Research», a l'IM11/2022, i «Allò que el big data ens descobreix sobre el consum a Espanya», a l'IM07/2024.

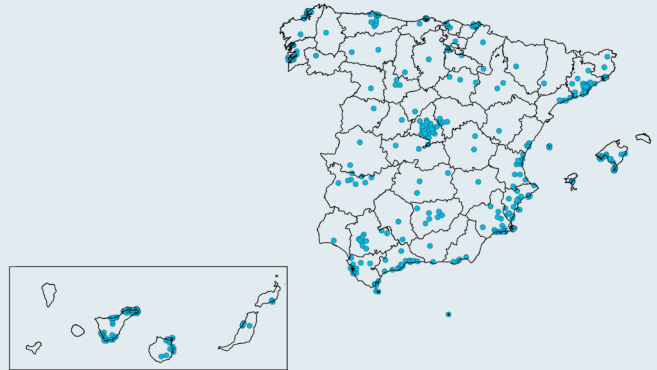
2. Els indicadors disponibles s'agrupen en cinc àmbits: consum, habitatge, turisme, salaris i desigualtat. Per a més detalls, vegeu el document metodològic sobre la construcció i la validació dels indicadors: https://www.caixabankresearch.com/es/nota-metodologica_rte.

3. Una excepció són les dades d'afiliació i d'atur registrades a nivell municipal, publicades mensualment per la Seguretat Social i pel SEPE, respectivament.

4. Més concretament, incloem la despesa presencial i els reintegraments realitzats al municipi, ja sigui amb targetes emeses per CaixaBank o, en el cas dels estrangers, als TPV i als caixers de CaixaBank. La localització de la despesa en un municipi concret es realitza a partir de la ubicació del comerç del TPV o, quan aquesta ubicació no està disponible, a partir de la ubicació del comerç en l'operativa de targetes.

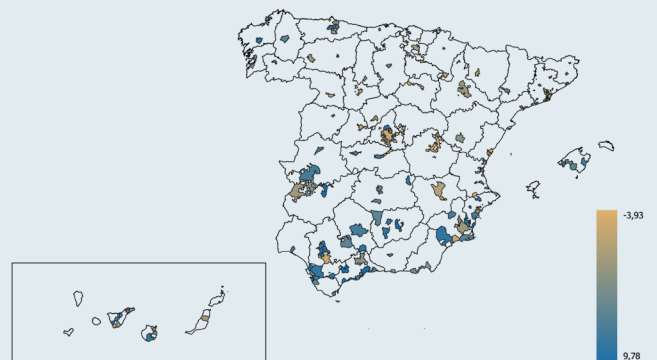
5. Dades fins al dia 21 de març. Per a més informació, vegeu el [Monitor de consum](#) | CaixaBank Research.

Espanya: desglossament de ciutats disponibles per al seguiment del consum al portal d'Economia en temps real



Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes (portal d'Economia en temps real, <https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com/#/home?lang=CAS>).

Espanya: avanç del consum a les principals ciutats d'Espanya el 2024



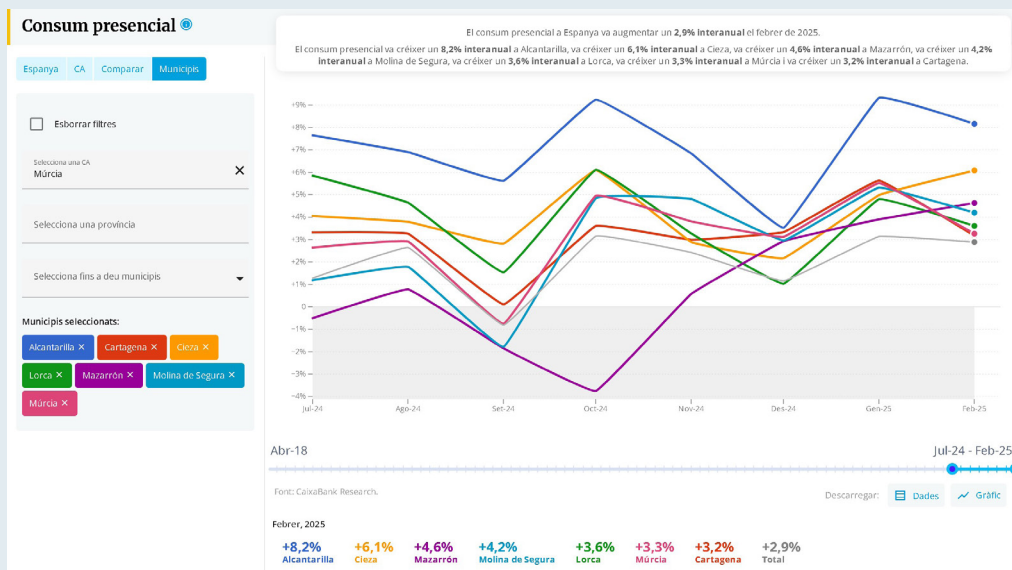
Nota: L'avanç del consum correspon a la mitjana del creixement mensual el 2024 mesurat a partir de la despesa presencial amb targeta i dels reintegraments a cada municipi.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes (portal d'Economia en temps real, <https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com/#/home?lang=CAS>).

del trimestre anterior, però encara relativament elevat.⁶ En particular, el consum presencial mitjançant targetes i reintegraments, que també monitorem a nivell de ciutat, es va mantenir en l'1,9%, un ritme de creixement similar al del trimestre anterior.

El mapa de creixement del consum als diferents municipis inclosos al portal ens mostra una diversitat de situacions que no podem apreciar amb les dades de consum a nivell nacional. Com podem veure al segon mapa, el 2024, el

6. Aquesta xifra és lleugerament inferior a la publicada per l'INE per a la sèrie del consum nominal (el +4,3% interanual en el 4T 2024, amb dades no ajustades per efectes d'estacionalitat i per calendari). Les dues sèries difereixen en diversos aspectes. Per exemple, el nostre monitor només inclou les dades de pagaments i de reintegraments amb targeta i els rebuts domiciliats, de manera que s'exclou el consum de béns produïts fora del mercat, entre d'altres.



consum va créixer a un ritme més intens a la meitat sud de la península i a les Balears i a les Canàries, sovint en poblacions amb una gran afluència turística. Diverses ciutats del nord d'Espanya també destaquen positivament, com, per exemple, Santiago de Compostel·la, on la despesa va avançar el 4,5% el 2024, preludi d'un bon any jubilar per al consum a la capital gallega.

De fet, les diferències territorials no es donen solament entre províncies, sinó dins una mateixa província. Per exemple, a la de Barcelona, es troben tant Ripollet, una de les 10 ciutats que més van créixer el 2024 en termes de consum, com Gavà, la segona que menys va créixer. D'altra banda, la clàssica rivalitat entre municipis de la província se salda amb una victòria ajustada de Sabadell, on el consum va créixer el 2,8% el 2024, 1 p. p. més que al seu arxirral, Terrassa (l'1,8%).

Entre les ciutats on, l'any passat, va créixer més el consum, trobem destinacions turístiques destacades, com, per exemple, Estepona o Benidorm. Des de l'inici d'enguany, aquestes dues ciutats han mantingut un ritme de creixement similar i es troben encara entre els 10 municipis amb un major creixement. A l'altre extrem, la ciutat de més de 35.000 habitants amb una evolució del consum més negativa el 2024 és Paterna, amb un descens del 3,9%.

Malgrat que, mes a mes, pugui haver-hi una certa variabilitat per la naturalesa de les dades, aquests indicadors ens permeten comparar les diferents tendències dins un mateix territori. Per exemple, si posem el focus a les ciutats de Múrcia (vegeu el tercer gràfic), podem observar que, a Alcantarilla, el consum avança a més velocitat que a la resta de localitats. D'altra banda, també podem constatar la feblesa del consum a Mazarrón durant la segona meitat del 2024 i la seva ràpida recuperació de llavors ençà.

Espanya: rànding de les 10 ciutats d'Espanya on el consum va avançar més (o menys) el 2024

Més avanç del consum		Menys avanç del consum	
	(%)		(%)
1 Estepona	9,8	1 Paterna	-3,9
2 Torremolinos	8,5	2 Gavà	-2,0
3 Benidorm	7,9	3 Azuqueca d'Henares	-1,2
4 Irun	7,0	4 Borriana	-1,2
5 Màlaga	6,8	5 Sòria	-1,1
6 Pozuelo de Alarcón	6,5	6 Castelló de la Plana	-1,0
7 Alcantarilla	6,1	7 Arganda del Rey	-1,0
8 Ripollet	5,9	8 Ontinyent	-0,8
9 Adeje	5,9	9 Zamora	-0,7
10 Elda	5,8	10 Collado Villalba	-0,5

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes (portal d'Economia en temps real, <https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com/#/home?lang=CAS>).

A CaixaBank Research, creiem en la importància de proporcionar informació econòmica de qualitat i a l'abast de tothom. Per aquesta raó, al nostre portal d'Economia en temps real, oferim indicadors precisos i útils que reflecteixen la realitat econòmica local i nacional.

Josep Mestres Domènech i Zoel Martín Vilató

Augment de l'estalvi de les llars espanyoles el 2024

La taxa d'estalvi de les famílies ha augmentat el 2024, afavorida pel fort avanç de la renda disponible. Així, la taxa d'estalvi va pujar fins al 13,6% de la renda bruta disponible (RBD), per damunt del 12,0% del 2023 i de la mitjana històrica del 8,6% del 2000-2019 (vegeu el primer gràfic). Parlem de 139.900 milions d'euros d'estalvi brut, 26.000 milions més que el 2022 i 86.000 milions més que en la mitjana del 2015-2019. Si ho mirem per llar, l'estalvi ha passat de 5.800 euros per llar el 2023 a més de 7.000 el 2024.

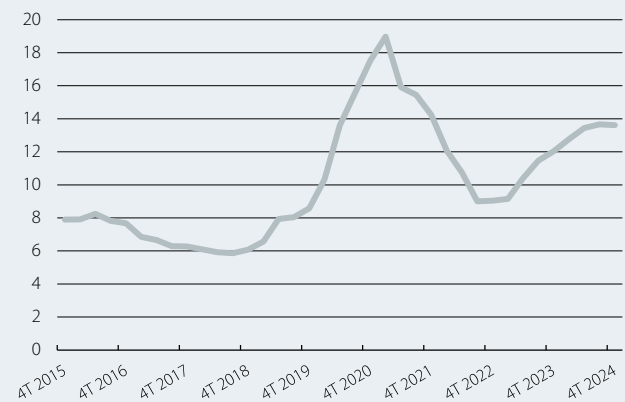
Què explica aquests registres? L'increment de la taxa d'estalvi ha procedit d'un creixement de l'RBD nominal del 8,7% interanual, un ritme d'avanç dinàmic, tot i que una mica inferior al del 2023 (el 10,7%) i molt superior al de la despesa en consum final de les famílies, que va avançar el 7,1% (vegeu el segon gràfic). Però quins són els factors econòmics subjacents a aquestes tendències? El dinamisme de l'RBD s'ha produït gràcies a un notable avanç de la remuneració dels assalariats (el 7,7%), reflex de la intensa creació d'ocupació el 2024, amb un augment del nombre d'assalariats del 2,8%, i del dinamisme salarial que testifica l'augment del 4,7% en la remuneració per treballador. Altres components que també han contribuït a l'avanç de la renda han estat les prestacions socials percebudes, que han augmentat el 5,9% interanual, impulsades per l'augment en el nombre de pensionistes i la revaloració de les pensions del 3,8%, pels ingressos dels autònoms i per les rendes netes de la propietat, gràcies a l'augment del cobrament de dividends i d'altres rendes d'inversió en un entorn de tipus d'interès elevats que estimulen els estalviadors. Tot plegat ha compensat amb escreix l'augment de la contribució negativa dels impostos directes i de les cotitzacions socials pagades (vegeu el tercer gràfic). Finalment, en el conjunt de l'any, els interessos nets pagats (14.450 milions)¹ cauen el 9% interanual, i la càrrega del deute representa l'1,4% de l'RBD, en relació amb l'1,7% del 2023.

L'augment de l'RBD es va situar el 2024 clarament per damunt de la inflació mitjana anual (el 2,8%) i del creixement en el nombre de llars (el 0,7%, segons l'EPA), la qual cosa ha permès una recuperació del poder adquisitiu. D'aquesta manera, el 2024, l'RBD real per llar ja es va situar el 4,1% per damunt dels nivells pre pandèmia

1. Abans dels serveis d'intermediació financera mesurats indirectament (SIFMI).

Espanya: taxa d'estalvi de les llars

(% de la renda bruta disponible)

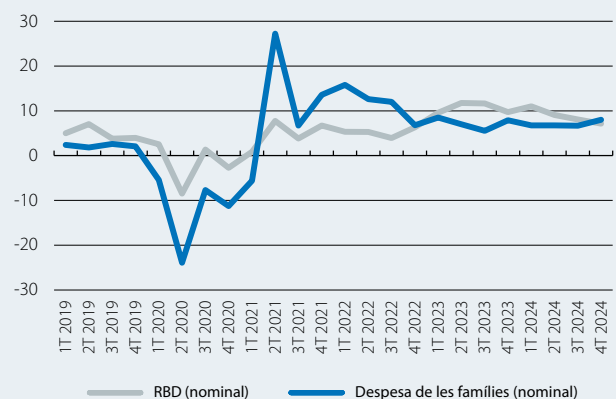


Nota: Acumulat de quatre trimestres.

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

Espanya: renda bruta disponible i despesa en consum final de les llars

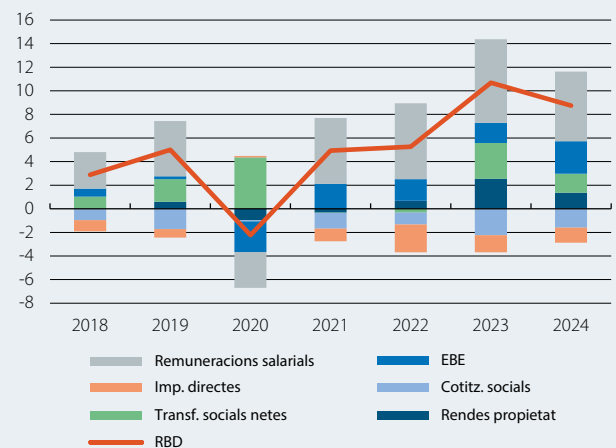
Variació interanual (%)



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

Espanya: renda bruta disponible de les llars

Variació anual (%) i contribucions



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

després de recuperar el 2023 aquest nivell, com s'observa al quart gràfic.

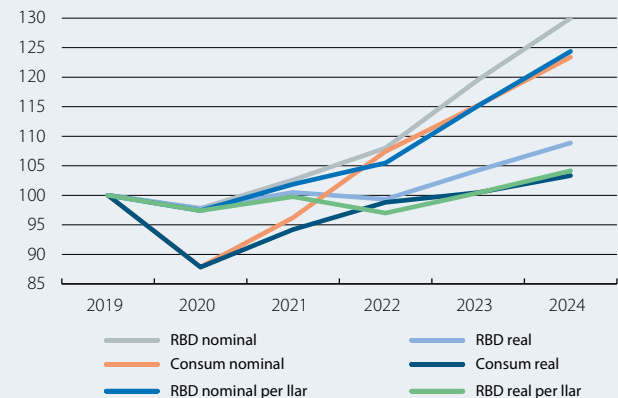
De cara a enguany, s'espera que el creixement de l'RBD continuï sent dinàmic, gràcies a la fortalesa que està exhibint el mercat laboral. De fet, la dada de tancament del 2024 de l'RBD i les bones dades del mercat laboral del 1T 2025 fan pensar que el creixement de l'RBD es podria situar una mica per damunt del 5,0% enguany. Es tracta d'un ritme coherent amb les bones perspectives del mercat laboral i amb un augment de la despesa en pensions que l'AIReF situa en el 5,0% (el 2,8% per la revaloració de les pensions més 2 punts d'efecte substitució/noves entrades). Així, si la despesa de les llars registra un ritme d'avanç proper al 6%, una mica inferior al del 2024 en termes nominals per la menor inflació, enguany, la taxa d'estalvi es reduiria en mig punt, fins al 13%. Després d'un 2024 en què la taxa d'estalvi va augmentar amb la pujada dels tipus d'interès, en un context de caigudes de tipus, té sentit veure un descens de la taxa d'estalvi. Altres factors, a banda dels tipus, com la incertesa i l'heterogeneïtat per trams d'edat i per percentils de renda, ajuden a explicar aquests elevats nivells de taxa d'estalvi agregada. Segons una anàlisi prèvia de CaixaBank Research,² han estat les llars en edat de jubilació i les que tenen una renda més elevada les que han experimentat un major increment de l'estalvi en relació amb el període pre pandèmic.

En el 4T 2024, per primera vegada des del 4T 2022, el creixement de l'RBD nominal va ser menor al de la despesa en consum final, la qual cosa apunta al fet que, probablement, el 2025, la taxa d'estalvi regularà. En el 4T (dada sense acumular), l'RBD nominal va créixer el 7,2% interanual (el 8,1% en el 3T), mentre que la despesa en consum final va créixer el 8,0% (el 6,7% en el 3T), la qual cosa reflecteix el major dinamisme del consum privat en termes reals. Perquè aquestes dinàmiques es consolidin enguany, és important que la incertesa, que ha experimentat un repunt notable arran de l'augment de les tensions comercials, es torni a moderar.

Finalment, la capacitat de finançament de les llars va augmentar de manera significativa el 2024 i va passar de 44.597 milions d'euros el 2023 a 74.413 milions el 2024. Els motius d'aquest augment van ser el major estalvi (augment de l'estalvi brut de 26.000 milions, fins als 139.900 milions) i el menor increment, en comparació, de la inversió realitzada per les famílies: la formació bruta de capital fix, que inclou la compra d'immobles (nova

Espanya: renda bruta disponible i consum de les llars

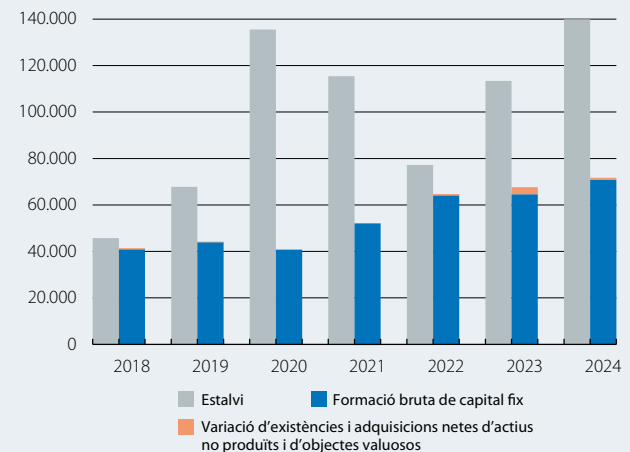
Índex (100 = 2019)



Nota: Dades desestacionalitzades.

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

Espanya: estalvi i inversió de les llars (Milions d'euros)



Nota: La inversió és la suma de la formació bruta de capital fix (adquisició d'habitatge nou i inversions d'autònoms en maquinària i en autos) i de la variació d'existències, de l'adquisició neta d'actius valuables i de l'adquisició neta d'actius no produïts.

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

construcció) i les inversions dels autònoms en actius físics, va ser el 2024 de 70.700 milions d'euros, 6.000 milions més que el 2023. No obstant això, segons aquestes dades, la inversió comença a arrencar arran de la reactivació de l'oferta d'habitatge: el creixement va ser del 9,5% interanual el 2024 després de l'estancament del 2023. En definitiva, la bona marxa del mercat laboral va permetre un fort avanç de l'RBD de les llars el 2024. Aquest avanç, juntament amb un comportament més moderat de la despesa, malgrat la seva gradual redinamització, va permetre augmentar de manera notable l'estalvi de les famílies.

Javier Garcia-Arenas

2. Vegeu el Focus «El repunt de l'estalvi: magnitud, distribució i importància de la demografia», a l'IM01/2025.

L'elevada capacitat de finançament continua facilitant la correcció de l'endeutament extern de l'economia espanyola

L'economia espanyola continua corregint l'endeutament extern, un dels seus principals desequilibris macroeconòmics i element de vulnerabilitat davant possibles xocs als mercats financers. A aquesta correcció està contribuint la capacitat de finançament que ha generat, de manera ininterrompuda, en els 13 últims anys i que, el 2024, va assolir un nou màxim històric (el 4,2% del PIB vs. el 3,7% de l'any anterior). Per agents, aquesta elevada capacitat va procedir, fonamentalment, del sector privat financer, tant de les empreses (el 0,9% del PIB) com, sobretot, de les llars (el 4,7%): en el primer cas, la xifra és molt inferior a la del 2023 (el 2,0%) o a la mitjana del període prepanidèmia (el 3,2% el 2014-2019); en canvi, les llars registren una millora en relació amb el 3,0% del 2023 o l'1,2% del 2014-2019.¹

Arran d'això, el 2024, la posició d'inversió internacional neta (PIIN), que mesura el saldo dels actius i dels passius financers en relació amb la resta del món, va presentar un saldo deutor (negatiu) equivalent al 44,0% del PIB, la qual cosa representa una reducció notable en relació amb l'any anterior (el 51,3%) i el registre més baix des del 2001. Malgrat el fort ajust realitzat en els últims anys (-53,2 punts des del màxim del 2009), continua sent un nivell que supera el llindar d'alerta fixat per la Comissió Europea (el 35,0%) al procediment de desequilibri macroeconòmic (PDM)² (vegeu el tercer gràfic).

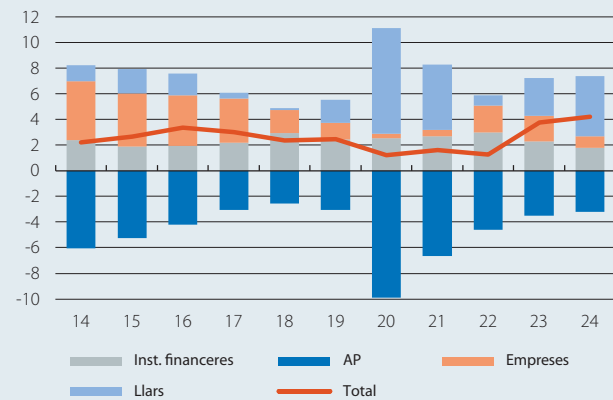
Un cop exclòs el Banc d'Espanya, la PIIN deutora va reprendre el 2024 la senda descendent interrompuda l'any anterior i es va reduir en 109.710 milions d'euros, fins a un total de 530.408 milions. Cal recular fins al 2012 per trobar un descens més quantios. Aquesta millora va procedir tant d'una revaloració neta positiva per variacions en els tipus de canvi (l'efecte de la depreciació de l'euro va ser una mica més intens en els actius que en els passius) i en els preus (atès el seu major volum, la baixada de preus va impactar més en els passius), com, sobretot, de les transaccions finance-

1. La capacitat de finançament reflecteix la diferència positiva entre l'estalvi i la inversió. En el cas de les llars, la millora en els últims anys és deguda al notable augment de l'estalvi, més les transferències netes de capital, de 4,4 punts de PIB des de la mitjana del 2014-2019, més que suficient per finançar la inversió, que també creix, tot i que ho fa una mica menys (1,6 punts). En el cas de les empreses, a la feblesa de la inversió (perd 1,6 punts de PIB) s'afegeix una caiguda notable de l'estalvi (-3,6 punts).

2. Mecanisme de supervisió per prevenir i per corregir els desequilibris macroeconòmics potencialment perillosos que puguin afectar de forma negativa l'estabilitat econòmica als països de la UE.

Espanya: capacitat/necessitat de finançament per agents

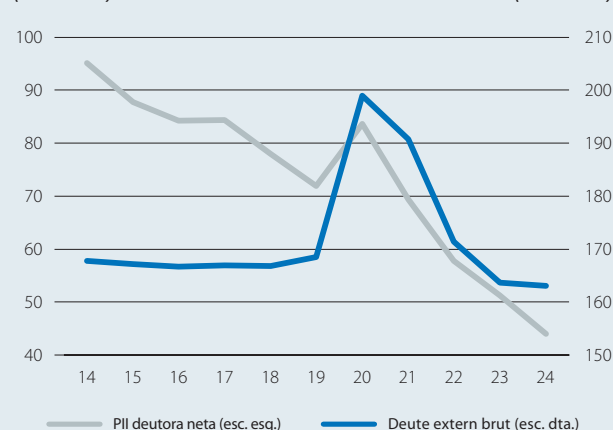
(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (comptes no financers).

Espanya: PIIN deutora i deute extern brut

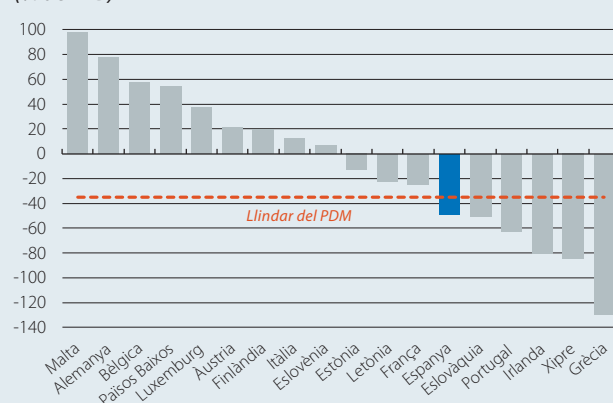
(% del PIB)



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

Zona de l'euro: PIIN

(% del PIB)



Nota: Dades del 3T 2024.

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

res netes amb l'exterior (les transaccions netes positives en l'actiu van ser superiors a les del passiu; vegeu el quart gràfic).

Per instruments financers, tots van millorar el seu saldo el 2024, sobretot l'altra inversió,³ que passa del -2,8% al 3,8% del PIB, màxim des del 1995, gràcies, fonamentalment, a les transaccions financeres amb l'exterior (a l'augment dels actius es va afegir una forta caiguda dels passius). Per la seva banda, es van reduir lleugerament els saldos deutors, tant de la inversió directa⁴ (el -14,6% vs. el -15,6% del PIB) com de la inversió de cartera (el -22,7% vs. el -24,3% del PIB), gràcies, en els dos casos, a les transaccions positives (els actius van créixer més que els passius), que van contrarestar amb escreix l'impacte negatiu dels preus.

Per sectors, l'any passat, només les Administracions públiques van empitjorar la seva PIIN, ja que van passar del -38,1% al -40,2% del PIB, el pitjor registre des del 2021. En canvi, tant els altres sectors residents (OSR)⁵ com, especialment, les institucions financeres monetàries sense el Banc d'Espanya (OIFM)⁶ van millorar de forma notable la seva posició: en els dos casos, van passar d'un saldo deutor a un de creditor, fins al 2,5% i el 4,3% del PIB, respectivament (des del -1,8% i des del -2,8% de l'any anterior), que són les xifres més altes de la sèrie. En el cas dels OSR, a més a més, és la primera vegada que això succeeix: les llars i les empreses han passat a ser creditors nets enfront de l'exterior. O, el que és el mateix, tenen més actius que passius. Això és fruit, sobretot, de l'estalvi generat pel sector privat no financer en els últims anys, que s'ha destinat, d'una banda, a reduir l'endeutament (despalanquejament) i, de l'altra, a l'adquisició d'actius a l'exterior (inversió). El costat menys favorable d'aquest fenomen és que aquesta inversió no es realitza a Espanya, de manera que es perd l'efecte positiu que tindria sobre l'activitat, l'ocupació, la innovació, la productivitat o la confiança empresarial.

Sergio Díaz Valverde

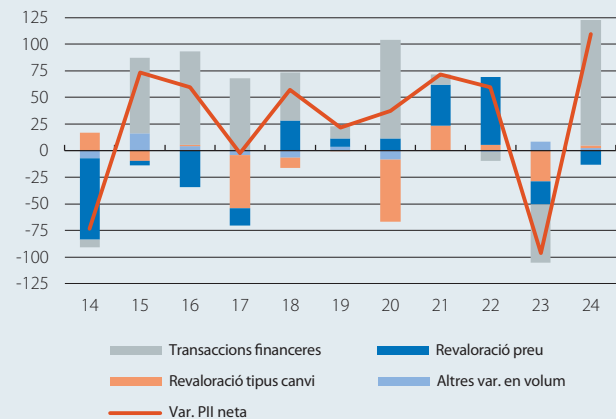
3. Fonamentalment préstecs, repos i dipòsits.

4. Accions i altres formes de participació, beneficis reinvertits, inversions en immobles i finançament entre empreses relacionades.

5. Llars, empreses i institucions financeres no monetàries (IFNM), que inclouen, entre d'altres, empreses d'assegurances i fons de pensions.

6. Entitats de crèdit, fons del mercat monetari, entitats de diners electrònics i establiments financers de crèdit.

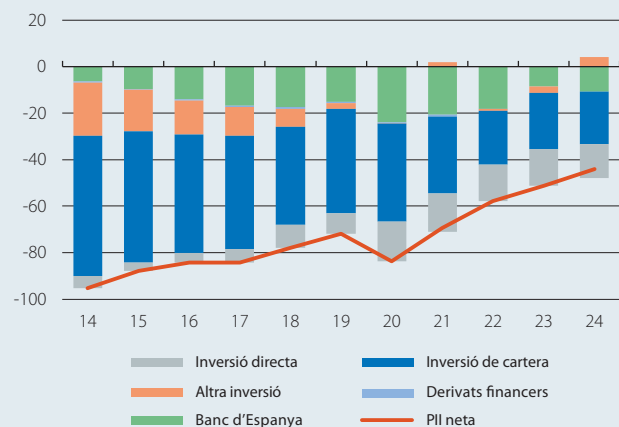
Espanya: variació de la PIIN per components * (Milers de milions d'euros)



Nota: * Sense el Banc d'Espanya.

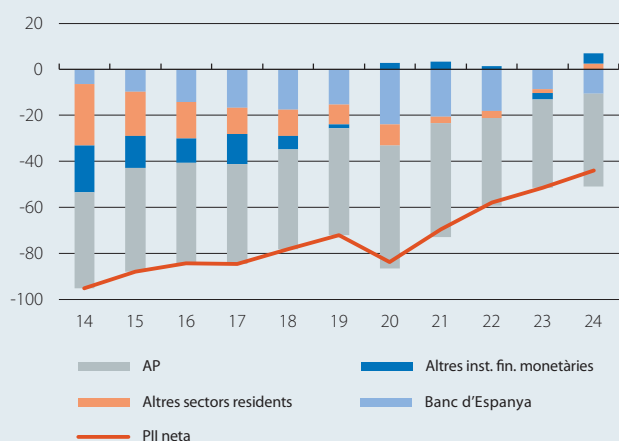
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.

Espanya: PIIN per instruments financers (% del PIB)



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

Espanya: PIIN per sectors institucionals (% del PIB)



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

La diversificació de les destinacions de les exportacions espanyoles

El 2024, Espanya va desafiar la tendència europea i va registrar un creixement del PIB del 3,2%, que contrasta amb el 0,7% de la zona de l'euro. El sector exterior espanyol, malgrat estar estretament vinculat a les economies de la UE, va jugar un paper clau en aquest creixement, impulsat, en especial, pel comerç internacional de serveis, que va contribuir a un notable superàvit per compte corrent.¹ En canvi, les exportacions de béns van tenir un comportament més feble i van créixer un lleuger 0,1%,² afectades per la feblesa de la demanda de les principals economies europees. No obstant això, cal destacar que les exportacions de béns van aconseguir mantenir-se fermes quan les vendes a la UE van caure el 0,9%.³ Considerant només la zona de l'euro, el descens es va situar en el -1,5%. Això va ser possible gràcies a l'avanç de les exportacions a altres destinacions extracomunitàries, la qual cosa reflecteix una valuosa flexibilitat per obrir el ventall de clients quan sorgeixen dificultats en alguns mercats.

Les exportacions de mercaderies als nostres dos principals socis comercials, França i Alemanya, van registrar descensos significatius, del 4% i de l'1,1%, respectivament, i van afectar en especial els béns de consum durador i els automòbils. Bèlgica, tot i que representa només el 3% de les nostres exportacions,⁴ va ser el país que més va contribuir a la caiguda (-0,7 p. p.), amb una contracció del 18,1%, en la qual destaca el descens en semimanufactures i en béns d'equipament.

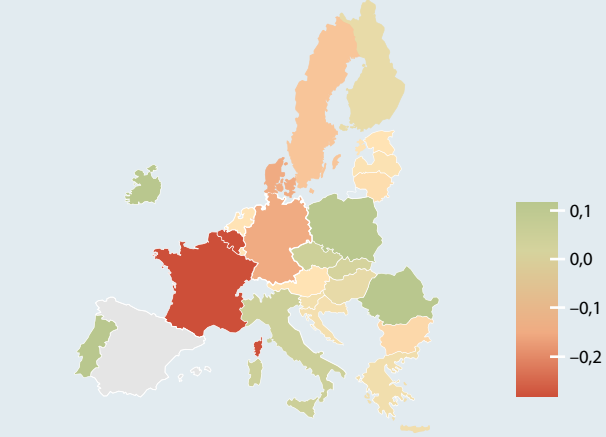
En canvi, les exportacions a destinacions amb menys relacions comercials, com els països de l'Europa de l'Est (Polònia, Romania, la República Txeca, Hongria, etc.), van créixer impulsades per les manufactures de consum i pels automòbils. També van aportar positivament Portugal, Itàlia i, al capdavant, Irlanda (+0,3 p. p.).

Espanya va reduir les exportacions a la UE, però també les dirigides als EUA, de manera que va haver de buscar oportunitats en nous mercats per diversificar i per enfortir les relacions comercials. Destaquen els augments en el comerç amb els països de l'ASEAN (el 13,9%), de l'Amèrica Llatina i les illes del Carib (el +5,8%)⁵ i d'Oceania (el +15,1%). En el cas d'Àfrica, la tercera regió més rellevant per a les exportacions espanyoles, Espanya va intensificar les exportacions, en especial les dirigides al Marroc (el 4,7%) i a Algèria.

1. Per a una anàlisi del sector exterior el 2024, vegeu el Focus «Excel·lents registres del sector exterior el 2024», a l'IM03/2025. I, per a una anàlisi de la feblesa a la zona de l'euro, vegeu la Nota Breu «L'economia torna a decebre al final de l'any», al gener del 2025.
2. Segons les dades de Duanes.
3. A tot l'article, s'exclouen les operacions d'«avitallament intracomunitari» i de «pesca en altura en un altre estat comunitari».
4. Com a referència, França, el Marroc i els EUA representen el 15%, el 3,3% i el 4,7%, respectivament, del total de les exportacions.
5. L'Amèrica Llatina menys els països inclosos a Mercosur i Mèxic.

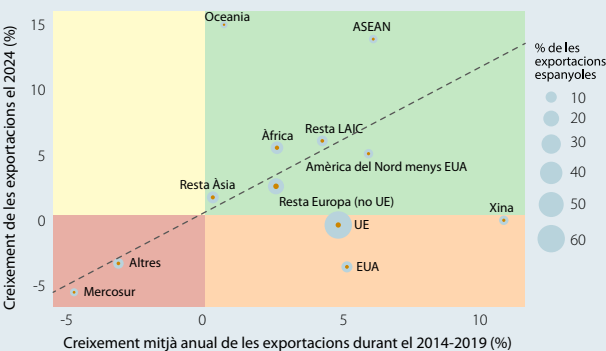
Contribució al creixement de les exportacions espanyoles el 2024

(p. p., el color màxim fa referència a un creixement [o a una caiguda] de 0,1 p. p. [-0,3 p. p.] o més)



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

Evolució de les exportacions espanyoles (% de variació interanual per regió de destinació)



Nota: Els països ASEAN estan integrats per: Indonèsia, Filipines, Malàisia, Singapur, Tailàndia, Vietnam, Brunei Darussalam, Cambodja, Laos i Myanmar; Mercosur 5 inclou l'Argentina, Bol·livia, el Brasil, Paraguai i l'Uruguai, s'exclou Veneçuela; Amèrica del Nord sense els EUA inclou Mèxic, el Canadà i Groenlàndia; Resta Àsia no inclou els països ASEAN ni la Xina del continent asiàtic; Resta LAIC inclou els països de l'Amèrica Llatina i de les Illes del Carib no inclosos a Mercosur o a Resta d'Amèrica del Nord; Altres inclou avituallament intercomunitari i extracomunitari i pesca en altura en altres estats comunitaris, entre d'altres de la mateixa naturalesa.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Datacomex.

Els 10 països que més van contribuir al creixement de les exportacions espanyoles el 2024

País	Contribució (en p. p.)	Creixement (en %)
Regne Unit	0,30	5,2
Irlanda	0,26	34,5
el Marroc	0,15	4,7
Portugal	0,14	1,7
Polònia	0,14	5,7
Romania	0,14	17,6
Emirats Àrabs Units	0,13	27,0
Algèria	0,12	141,7
Mèxic	0,11	7,6
Austràlia	0,09	18,1

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

Espanya: estructura de les exportacions espanyoles per regió de destinació

% de les exportacions espanyoles per destinació						
	2023	2024	Canvi en p. p.		Subsector més popular de la regió	Segon subsector més popular de la regió
UE	61,1	60,5		-0,6	Productes químics	Automòbils i motos
Resta d'Europa (excl. UE)	11,7	11,9		0,2	Automòbils i motos	Productes químics
EUA	4,9	4,7		-0,2	Productes químics	Béns d'equipament
Amèrica del Nord (excl. EUA)	2,1	2,1		0,1	Productes químics	Altres béns d'equipament
Mercosur 5	1,3	1,2		-0,1	Productes químics	Béns d'equipament
Resta LAIC	2,5	2,6		0,1	Productes químics	Maq. específica certes indústries
Àfrica	5,2	5,5		0,3	Petroli i derivats	Productes químics
ASEAN	1,1	1,2		0,1	Productes químics	Material de transport
Resta d'Àsia	4,6	4,7		0,1	Productes químics	Altres béns d'equipament
Xina	2,0	1,9		0,0	Productes químics	Menes i minerals
Oceania	0,6	0,6		0,1	Productes químics	Altres béns d'equipament
Altres	3,0	2,9		-0,1	Petroli i derivats	Altres mercaderies

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

El creixement de les exportacions cap a aquests mercats ha exercit d'amortidor davant la feblesa dels socis europeus. El sector exportador ha mostrat una valuosa capacitat per diversificar les destinacions en un context de feblesa de la demanda procedent dels principals socis comercials.

Si comparem el percentatge d'exportacions espanyoles que van dirigides a les diferents destinacions, observem canvis rellevants el 2024. El pes de les exportacions cap a la UE ha caigut 0,6 p. p., del 61,1% al 60,5%, i les dirigides als EUA, -0,2 p. p., del 4,9% al 4,7%. Les exportacions a la Xina s'han mantingut relativament estables, mentre que ha augmentat el pes d'Àfrica, dels països d'Europa que no pertanyen a la UE, d'Àsia i dels països de l'Amèrica Llatina i les illes del Carib.

Un altre aspecte que reflecteix l'ampliació de la base exportadora és l'augment del nombre d'empreses que exporten de manera regular (aquelles que han exportat més de 1.000 euros l'any de referència i en cadascun dels

tres anys immediatament precedents), que, el 2024, va créixer el 4,8%, fins als 45.931 exportadors, que van exportar per valor de 368.651 milions d'euros, el 95,9% del total i el 3% més que l'any anterior.

Queda per veure si aquests últims canvis en les relacions comercials s'intensificaran en els propers anys en un intent de diversificació arran de les tensions comercials generades o si les exportacions espanyoles buscaran refugi en el seu principal soci comercial. Les exportacions als EUA podrien continuar perdent pes, mentre que, si la UE consolida la seva millora recent de perspectives, les exportacions a la regió podrien recuperar una part del terreny perdut. Si la demanda europea continua afeblida, la cerca de nous mercats es podria consolidar com un ajust estructural. No obstant això, la proximitat, els llaços històrics i les barreres reguladores i logístiques dificulten una reorientació ràpida, la qual cosa suggereix un procés gradual condicionat per l'evolució econòmica del continent.

Anna Bahí Esteba

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Indústria									
Índex de producció industrial	-1,6	0,4	0,7	0,0	-0,2	1,2	-1,0	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,1	-5,5	-2,9	-6,0	-4,4	-6,3	-5,6
PMI de manufactures (valor)	48,0	52,2	50,7	52,8	51,5	53,6	50,9	49,7	49,5
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	0,5	16,7	2,0	4,6	10,2	16,7	13,7	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	-10,2	10,0	-10,9	-10,0	-1,1	10,0	11,2	...	...
Preu de l'habitatge	4,0	8,4	6,3	7,8	8,2	11,3	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	18,9	10,1	15,8	14,3	12,3	10,1	9,7	7,7	...
PMI de serveis (valor)	53,6	55,3	54,3	56,6	55,2	55,1	54,9	56,2	54,7
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,5	1,8	1,2	0,5	2,6	2,8	2,3	3,6	...
Matriculacions d'automòbils	16,7	7,2	3,2	8,5	1,7	14,4	5,3	10,5	23,2
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-19,2	...	-17,2	-14,5	-13,7	...	...	...	...
Mercat de treball									
Població ocupada ²	3,1	2,2	3,0	2,0	1,8	2,2	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	12,2	11,3	12,3	11,3	11,2	10,6	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social ³	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,2
PIB	2,7	3,2	2,6	3,2	3,3	3,4	...	...	...

Preus

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
General	3,5	2,8	3,1	3,5	2,2	2,4	2,9	3,0	2,3
Subjacent	6,0	2,9	3,5	3,0	2,6	2,5	2,4	2,2	2,0

Sector exterior

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	0,2	-6,9	-4,9	-1,8	0,2	0,3	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-7,2	0,1	-9,8	-7,1	-3,1	0,1	0,8	...	...
Saldo corrent	39,8	48,1	41,3	45,1	48,3	48,1	45,3	...	...
Béns i serveis	58,8	68,1	60,4	65,2	68,3	68,1	66,0	...	...
Rendes primàries i secundàries	-19,1	-20,0	-19,1	-20,2	-20,0	-20,0	-20,7	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	56,0	66,6	56,4	61,2	65,7	66,6	63,7	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers⁴

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	0,3	5,1	3,3	5,2	4,3	5,1	5,4	5,3	...
A la vista i preavis	-7,4	2,0	-5,2	-1,9	-1,6	2,0	3,0	3,6	...
A termini i cessions temporals (repo)	100,5	23,5	96,7	68,0	47,5	23,5	18,7	14,4	...
Dipòsits d'AP ⁵	0,5	23,1	-4,6	-4,1	14,8	23,1	22,7	24,6	...
TOTAL	0,3	6,3	2,7	4,5	5,1	6,3	6,6	6,6	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	-3,4	0,7	-2,6	-1,3	-0,3	0,7	1,4	1,5	...
Empreses no financeres	-4,7	0,4	-3,6	-1,8	-0,6	0,4	1,5	1,3	...
Llars - habitatges	-3,2	0,3	-2,5	-1,5	-0,7	0,3	0,8	1,1	...
Llars - altres finalitats	-0,5	2,3	-0,1	0,7	1,2	2,3	2,8	3,0	...
Administracions públiques	-3,5	-2,6	-4,8	-2,7	-5,4	-2,6	-0,8	0,0	...
TOTAL	-3,4	0,5	-2,7	-1,4	-0,7	0,5	1,2	1,4	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,5	3,3	3,6	3,4	3,4	3,3	3,3	...	...

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

Lleugera pèrdua de tracció de l'activitat a Portugal en l'arrencada del 2025

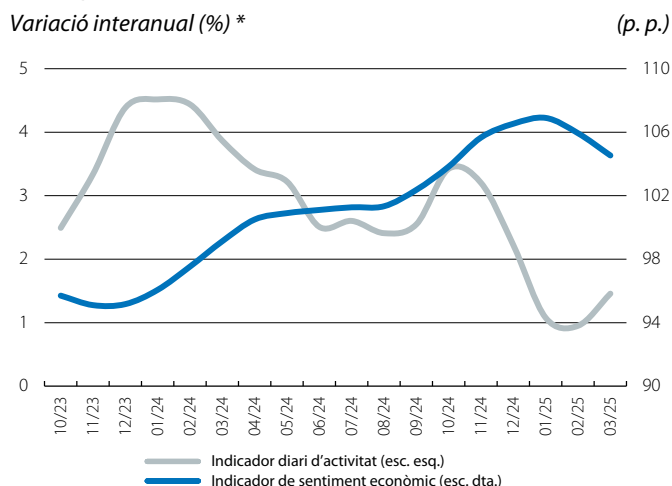
L'activitat mostra signes de desacceleració. Aquests signes es reflecteixen en el comportament dels indicadors sintètics, com el de sentiment econòmic de la Comissió Europea (que va baixar del 106,5 en el 4T 2024 al 104,4 en el 1T 2025) i l'indicador diari d'activitat (que es va desaccelerar del 2,2% interanual en el 4T 2024 a l'1,5% en el 1T 2025). Al sector exterior, les dades del gener apunten a un creixement més fort de les exportacions de béns, tot i que això podria ser degut a un moviment d'anticipació arran de l'augment anunciat dels aranzels. En resum, les perspectives són positives per al 1T 2025, tot i que sorgeixen signes de refredament associats a l'augment dels riscos, tant a nivell internacional com intern, després de la crisi política que va culminar amb la caiguda del Govern i amb l'anunci d'eleccions legislatives anticipades per al 18 de maig.

La inflació per sota del 2% al març, per primera vegada des de l'agost del 2024. A més a més, l'IPC subjacent no se situava per sota del 2% des del desembre del 2021. Pel que fa als preus industrials (el -0,4% interanual al febrer), continuen donant suport a la correcció de la inflació, i l'evolució dels salaris reals, al final de l'any passat, ja era força més moderada (prop del 3% interanual). Sembla que les dades es conjuguen, així, cap a una normalització en l'evolució dels preus. No obstant això, una escalada més agressiva de les polítiques tarifàries i els efectes imprevisibles sobre els preus de l'energia (associats als conflictes armats en curs) es presenten com els principals riscos.

El 2024, l'economia va millorar la seva capacitat de finançament en relació amb l'exterior al 2,9% del PIB (l'1,7% el 2023), amb la contribució de les famílies, la capacitat de finançament de les quals va augmentar fins al 4,7% del PIB, 2,5 p. p. més que el 2023, reflex de l'increment de l'estalvi, gràcies a un creixement més intens de la renda disponible (el 10,5%) que del consum (el 5,8%). En conseqüència, la taxa d'estalvi va augmentar al 12,2%, el nivell més alt des del 2004 (exclosos els anys de la pandèmia). Pel que fa als altres agents, la capacitat de finançament es va deteriorar en relació amb el 2023, amb el paper destacat del sector públic, que, així i tot, es manté en superàvit (el 0,7% del PIB, 0,5 punts menys), i del sector financer (l'1,9% del PIB, 0,2 punts menys). Les empreses no financeres van augmentar la necessitat de finançament al 4,4% del PIB, (+0.6 p. p. en relació amb el 2023), i van fer-ho malgrat l'atonía de la formació bruta de capital (l'1,2% interanual).

Després d'un altre any sorprenent, l'execució pressupostària continua sent favorable. El saldo pressupostari va tornar a sorprendre positivament el 2024 i va registrar un superàvit del 0,7% del PIB, per damunt de la previsió del Govern (el 0,4%) i de CaixaBank Research (el 0,5%). El creixement de la despesa va superar el dels ingressos, la qual cosa explica la disminució del superàvit en relació amb el 2023 (l'1,2% del PIB).

Portugal: indicadors sintètics d'activitat i de sentiment

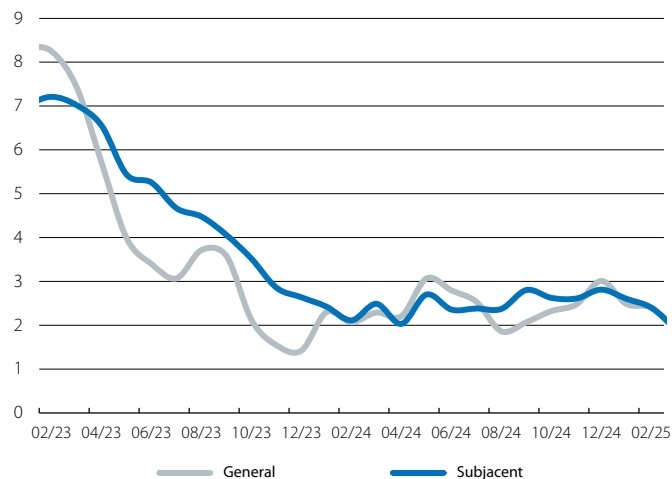


Nota: * Mitjana mòbil de tres mesos.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal i de la Comissió Europea.

Portugal: IPC

Variació interanual (%)

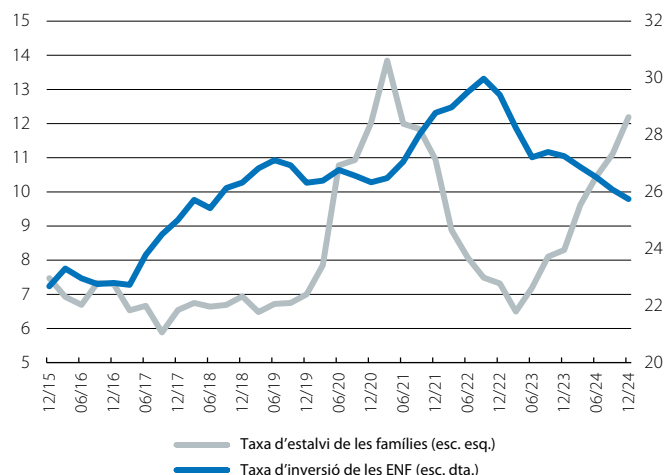


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: taxa d'estalvi de les famílies i taxa d'inversió de les empreses no financeres

(% de la renda disponible)

(% del VAB)



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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Índex coincident d'activitat	3,5	1,8	1,7	1,6	1,8	...	1,8	1,8	...
Indústria									
Índex de producció industrial	-3,1	0,2	1,4	-0,8	-1,0	...	-3,1	0,9	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,7	-6,2	-3,9	-5,1	-4,7	-5,2	-5,4
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	7,5	4,9	8,4	12,4	20,2	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges	-18,7	14,5	10,4	19,4	32,5	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	9,1	8,5	6,8	8,5	13,2	...	14,5	16,0	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	19,0	6,3	9,5	7,8	6,3	...	6,4	5,8	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	7,6	5,5	4,3	-0,4	11,9	15,8	20,2	16,5	10,7
Consum									
Vendes comerç al detall	1,1	3,3	2,2	3,9	5,5	...	5,4	3,0	...
Indicador coincident del consum privat	2,9	2,8	2,4	2,8	3,6	...	3,9	4,0	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-28,6	-18,0	-18,7	-14,3	-14,3	-15,5	-15,1	-15,3	-16,0
Mercat de treball									
Població ocupada	2,3	1,2	1,0	1,2	1,3	...	2,0	2,2	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,5	6,4	6,1	6,1	6,7	...	6,3	6,4	...
PIB	2,6	1,9	1,5	2,0	2,9	...	-	-	-

Preus

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
General	4,4	2,4	2,7	2,2	2,6	2,3	2,5	2,4	1,9
Subjacent	5,1	2,5	2,4	2,5	2,7	2,3	2,7	2,5	1,9

Sector exterior

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	2,5	-3,7	0,7	2,5	...	3,5	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-4,0	2,1	-5,6	-0,8	2,1	...	3,1	...	...
Saldo corrent	1,5	6,1	4,2	5,2	6,1	...	5,9	...	...
Béns i serveis	4,0	6,7	5,7	6,1	6,7	...	6,7	...	...
Rendes primàries i secundàries	-2,5	-0,5	-1,5	-0,9	-0,5	...	-0,8	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	5,3	9,3	7,9	8,6	9,3	...	8,9	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	-2,3	7,5	5,6	6,0	7,5	...	7,3	7,1	...
A la vista i estalvi	-18,5	-0,3	-8,6	-6,7	-0,3	...	1,9	2,5	...
A termini i preavis	22,2	15,3	24,0	20,9	15,3	...	12,5	11,4	...
Dipòsits d'AP	-12,4	26,7	4,5	29,1	26,7	...	27,1	40,6	...
TOTAL	-2,6	7,9	5,6	6,7	7,9	...	7,8	7,9	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	-1,5	2,1	-0,3	1,0	2,1	...	2,7	3,0	...
Empreses no financeres	-2,1	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6	...	0,3	0,3	...
Llars - habitatges	-1,4	3,2	0,1	1,4	3,2	...	3,8	4,5	...
Llars - altres finalitats	-0,3	4,7	2,5	4,0	4,7	...	4,6	4,8	...
Administracions públiques	-5,5	0,6	-5,8	-4,1	0,6	...	-0,3	1,0	...
TOTAL	-1,7	2,0	-0,5	0,9	2,0	...	2,6	2,9	...
Taxa de morositat (%)²	2,7	2,4	2,6	2,6	2,4	...	-	-	-

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.



Informe Sectorial Immobiliari 1S 2025

El mercat immobiliari espanyol es va accelerar el 2024, recolzat en la distensió de les condicions financeres i en el bon funcionament de l'economia espanyola. El 2025, preveiem que la demanda continuarà sent molt forta i que, encara que l'oferta continuarà creixent gradualment, el dèficit d'habitatge acumulat en els darrers anys mantindrà un creixement significatiu dels preus, a cotes similars a les actuals.



Informe Sectorial Turisme 1S 2025

El sector turístic espanyol va créixer amb força el 2024 i compta amb palanques per continuar expandint-se el 2025. Els suports seran el creixement econòmic dels principals països emissors i la competitivitat del preu del sector, que continua a la recerca d'una menor estacionalitat per evitar la congestió de la temporada alta i augmentar la utilització de la capacitat instal·lada. La bona marxa del sector turístic serà clau perquè la restauració prolongui el seu dinamisme actual.



Observatori Sectorial

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.



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

