

# IM04

INFORME MENSUAL  
NÚMERO 488 | ABRIL 2024



## ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

---

### MERCATS FINANCERS

*El petroli en l'«era» de la descarbonització*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*La percepció de l'economia i les seves paradoxes*

## ECONOMIA ESPANYOLA

---

*El creixement potencial del PIB d'Espanya a mitjà termini*

*Innovació a Espanya: una mica per sota de la UE*

*L'economia espanyola continua reduint el deute extern*

*La balança de rendes es ressent de la pujada de tipus d'interès*

*Un any excepcional per al sector de la restauració a Espanya*

## INFORME MENSUAL

Abril 2024

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

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

#### Enric Fernández

Economista en cap

#### José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

#### Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

#### Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

#### Adrià Morron Salmeron i

#### Nuria Bustamante

Coordinadors de l'*Informe Mensual*

### BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt/](http://www.bancobpi.pt/)

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

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

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

#### Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

5 d'abril de 2024

## ÍNDEX

### 1 EDITORIAL

### 3 LES CLAUS DEL MES

### 4 PREVISIONS

### 7 MERCATS FINANCERS

- 9 *El petroli en l'«era» de la descarbonització*  
Beatriz Villafranca

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

- 14 *La percepció de l'economia i les seves paradoxes*

### 18 ECONOMIA ESPANYOLA

- 20 *El creixement potencial del PIB d'Espanya a mitjà termini*  
Oriol Carreras

- 23 *Innovació a Espanya: una mica per sota de la UE*  
Javier García Arenas

- 24 *L'economia espanyola continua reduint el deute extern*  
Sergio Díaz Valverde

- 26 *La balança de rendes es ressent de la pujada de tipus d'interès*  
Erik Solé Vives

- 28 *Un any excepcional per al sector de la restauració a Espanya*  
Pedro Álvarez Ondina i Alberto Graziano

### 31 ECONOMIA PORTUGUESA

## Les dues cares de l'economia espanyola

L'economia espanyola porta diversos trimestres sorprenent positivament i podria continuar fent-ho. En un context econòmic i geopolític advers, que va afectar negativament moltes economies, el creixement del PIB d'Espanya va tancar el 2023 molt per damunt del que s'esperava i va superar el de la majoria dels països desenvolupats, i avui se situa ja un 2,9% per damunt del registre del 2019, en consonància amb el conjunt de la zona de l'euro. Un funcionament remarcable que hem vingut subratllant a les pàgines del nostre *Informe Mensual*.

Malgrat les bones dades, el 2024 va començar amb l'auguri que el creixement de l'economia probablement es desacceleraria a l'inici de l'any i que guanyaria tracció a poc a poc, en especial durant el segon semestre. El final de les pressions inflacionistes i l'esperada reducció dels tipus d'interès ho haurien de facilitar. No obstant això, les sorpreses positives no cessen. Els indicadors d'activitat no donen símptomes de flaqueza i el mercat laboral tampoc, més aviat el contrari. En el 1T 2024, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va créixer un 0,7% intertrimestral, gairebé el doble del que va créixer en l'últim tram de l'any passat. De fet, el ritme de creació d'ocupació és el mateix que es va registrar en el 1T 2023. Llavors el PIB va créixer un 0,5% intertrimestral. De cara al 1T 2024, l'escenari de previsions de CaixaBank Research contempla un avanç del 0,3%, així que sembla que els riscos se situen lleugerament a l'alça.

Més enllà de les dades de creixement agregades i de la lectura dels indicadors a curt termini, cal continuar recordant que la qualitat del creixement és tant o més important que la quantitat. En aquest àmbit, el missatge és menys positiu. Una manera senzilla d'il·lustrar-ho és observant l'evolució del PIB *per capita*. El 2014, quan Espanya es va començar a recuperar de la crisi financera i immobiliària, el PIB *per capita* es trobava 17 p. p. per sota del de la zona de l'euro. Aquesta distància amb prou feines es va retallar durant els anys següents i, el 2020, quan va esclatar la pandèmia, va augmentar de manera sobtada i pronunciada fins als 22 p. p. De llavors ençà, s'ha anat reduint, però encara es troba lluny, en concret 15 p. p. per sota.

El creixement de l'economia espanyola ve acompanyat per un augment notable de la població, quelcom que facilita que l'activitat creixi a nivell agregat. Però, si això no comporta un augment de la productivitat, és difícil que el PIB *per capita* espanyol s'acosti a l'europeu. I, més important encara, és difícil que la població percebi millores en el benestar.

Quan s'avalua la capacitat de creixement de l'economia espanyola a mitjà i llarg termini, el missatge tampoc convida a l'optimisme. Un article d'aquest informe analitza un dels factors clau, la capacitat d'innovació, i constata que l'economia espanyola es troba clarament per sota dels seus socis europeus i que la distància amb prou feines s'ha reduït en els últims anys. L'educació, la reduïda dimensió empresarial i la innovació apareixen com alguns dels elements clau en els quals cal millorar.

En aquest context, no sorprèn si s'afirma que la capacitat de creixement de l'economia espanyola podria perdre impuls en els propers anys. Un altre article d'aquest mes posa xifres a aquesta afirmació. En especial, estima el creixement potencial del PIB a mitjà termini i el situa en l'1,3%, en línia amb les estimacions d'altres institucions de referència. Aquest és un ritme d'avanç inferior al dels últims anys, ja que la taxa de creixement mitjana entre els anys 2000 i 2023 va ser de l'1,7%. De tota manera, el creixement podria augmentar si es fan reformes en alguns àmbits concrets. Si s'aconsegueix reduir la taxa d'atur estructural perquè es pugui continuar generant ocupació en els propers anys i es recupera la inversió, molt feble des de fa temps, el creixement es podria mantenir a la vora del de les últimes dècades o fins i tot superar-lo. Són les dues cares de l'economia espanyola.

Oriol Aspachs  
Abril de 2024

## Cronologia

### MARÇ 2024

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

### GENER 2023

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

### NOVEMBRE 2023

- 10** El programa Copernicus de la UE informa que l'any 2023 ha registrat el període gener-octubre més calorós a nivell mundial, amb 1,43 °C per damunt de la mitjana del 1850-1900, i rècords en els mesos de juny, juliol, agost, setembre i octubre.

### FEBRER 2024

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

### DESEMBRE 2023

- 13** La COP28 (conferència de les Nacions Unides sobre el canvi climàtic) acaba amb el compromís de transitar per deixar enrere els combustibles fòssils.
- 20** El Consell Europeu aprova la reforma de les regles fiscals de la UE.

### OCTUBRE 2023

- 7** Esclata un nou conflicte bèl·lic entre Hamàs i Israel.
- 20** Grècia recupera el grau d'inversió després que S&P apuigi el seu ràting sobirà a BBB-.

## Agenda

### ABRIL 2024

- 2** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).  
Portugal: ocupació i atur (febrer).  
Portugal: producció industrial (febrer).
- 3** Zona de l'euro: avanç de l'IPC (març).
- 10** Espanya: comptes financers (4T).
- 11** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 15** Xina: PIB (1T).
- 18** Portugal: balança de pagaments (febrer).
- 22** Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (febrer).
- 25** EUA: PIB (1T).
- 26** Espanya: enquesta de població activa (1T).
- 29** Espanya: avanç de l'IPC (abril).  
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (abril).
- 30** Espanya: avanç del PIB (1T).  
Portugal: avanç del PIB (1T).  
Portugal: avanç de l'IPC (abril).  
Zona de l'euro: PIB (1T).  
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (abril).
- 30-1** Maig: Comitè de Mercat Obert de la Fed.

### MAIG 2024

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

## Els bancs centrals mouen fitxa

En un inici d'any amb tota l'atenció centrada en com la Fed i el BCE implementaran el gir en la política monetària i amb la sensació que es pot obrir alguna divergència temporal en el punt de partida de les baixades de tipus d'interès a les dues bandes de l'Atlàntic, en les últimes setmanes, s'han produït novetats que poden aclarir una mica l'agitat món de la política monetària.

En primer lloc, el Banc Central de Suïssa (SNB) s'ha unit al corrent de diverses autoritats monetàries de països emergents (el Brasil, Xile, Malàisia o Hong Kong) i europeus (Polònia, Hongria o la República Txeca) i ha reduït per sorpresa el tipus d'interès oficial en 25 p. b., fins a l'1,50%, quan sembla que la inflació ha assolit l'objectiu (l'1,2% al febrer) de manera estable. A més a més, amb aquest moviment, el banc central suís ha aconseguit trencar a curt termini la tendència d'apreciació del tipus de canvi, quelcom important per a una economia que continua mostrant una feblesa elevada i que té un grau d'obertura superior al 100% del PIB. Per tant, mentre esperem les decisions dels dos grans bancs centrals, ja s'ha iniciat el camí de retorn de la política monetària global que pot portar a una retallada al voltant dels 100 p. b. en els tipus d'interès en els 12 propers mesos.

En aquest inici del procés de relaxament monetari, s'ha produït un moviment a contracorrent, ja que el Banc del Japó (BoJ) ha apujat el tipus de referència des del -0,1% fins al rang del 0%-0,1% (primera pujada des del 2007) i, a més a més, ha anunciat la finalització d'altres mesures no convencionals, com el programa de control de la corba de tipus o les compres d'ETF. La decisió només és un primer pas cap a la normalització de la política monetària, perquè l'enduriment de les condicions financeres ha estat mínim i es mantindran les compres de deute públic. A partir d'ara, l'important serà monitorar el comportament de les tinençes de deute públic dels inversors japonesos a l'exterior (més d'un bilió de dòlars només en deute nord-americà), pels efectes que pot tenir un moviment de retorn a casa sobre la corba de tipus d'interès nord-americana o europea. La decisió del BoJ, a més del bon comportament recent de la inflació, també reflecteix incomoditat amb la infravaloració que presenta el ien (entre el 25% i el 30% en relació amb les principals divises), la qual cosa podria comportar intervencions canviàries si no es reverteix la situació a curt termini.

Amb aquesta decisió, es pot donar per tancada l'anomalia que ha estat l'etapa de tipus d'interès negatius. Quan, precisament, els bancs centrals van implementar mesures no convencionals per combatre el risc de «japoneització»,

caracteritzat per: reducció significativa del creixement potencial, caiguda del tipus d'interès natural fins a nivells pròxims a zero, descens continuat dels preus i esgotament de l'efectivitat dels instruments tradicionals de política monetària. La realitat és que és massa aviat per certificar que l'economia japonesa ha deixat enrere de manera definitiva un comportament que reflecteix factors estructurals difícils de revertir a curt termini (demografia, etc.). De la mateixa manera que els bancs centrals de tot el món continuaran tenint a la «caixa d'eines» els instruments no convencionals que han hagut de dissenyar i d'utilitzar durant l'última dècada. En aquest context, el BCE ha anunciat l'actualització dels instruments i dels procediments dels quals disposa per implementar la seva estratègia de política monetària. En el nou marc operatiu, el tipus *depo* passarà a ser formalment la referència principal, la liquiditat vindrà determinada per la demanda del sistema financer, es mantindrà una cartera estructural de bons, no es produeixen canvis en el coeficient de caixa, i, a partir del setembre, es reduirà el diferencial entre el tipus de refinançament i el tipus *depo* fins als 15 p. b. Amb tot això, i amb noves eines de creació recent (TPI), el BCE tindrà els instruments adequats per poder respondre de manera flexible al repte que representa el doble objectiu (estabilitat monetària i financer) en les aigües turbulentes en què es continuarà movent la política monetària a mitjà termini.

Ara com ara, enguany, el repte serà gestionar el moviment cap a una zona més neutral de política monetària i limitar els desajustaments importants en els tipus de canvi si es confirmen les divergències en el procés d'ajust a les dues bandes de l'Atlàntic. En el cas del dòlar/euro, els nivells actuals no estan gaire desviats del tipus de canvi d'equilibri, la qual cosa conferirà un cert marge per a la discrepància. Tot plegat amb un ull posat en el risc geopolític i en els seus efectes potencials sobre els preus de l'energia, el factor que veritablement pot alterar el full de ruta. I, desgraciadament, en aquest àmbit, les últimes notícies no són positives, com ho estaria reflectint el comportament del preu del petroli i d'alguns actius refugi tradicionals, com l'or.

José Ramón Díez

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

### Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>TIPUS D'INTERÈS</b>							
<b>Dòlar</b>							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,50	3,50
SOFR 3 mesos	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,85
SOFR 12 mesos	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,40	3,00
Deute públic 2 anys	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	3,40	2,80
Deute públic 10 anys	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,50	3,10
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,00	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,50	2,75
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,30
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,83	2,33
Euríbor 3 mesos	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,74	2,36
Euríbor 6 mesos	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,76	2,40
Euríbor 12 mesos	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,78	2,45
<b>Alemanya</b>							
Deute públic 2 anys	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	1,90	2,00
Deute públic 10 anys	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,00	2,20
<b>Espanya</b>							
Deute públic 3 anys	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,32	2,42
Deute públic 5 anys	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,46	2,57
Deute públic 10 anys	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	3,00
Prima de risc	11	158	73	105	98	90	80
<b>Portugal</b>							
Deute públic 3 anys	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,54	2,66
Deute públic 5 anys	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,61	2,75
Deute públic 10 anys	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	3,00
Prima de risc	19	297	65	97	63	80	80
<b>TIPUS DE CANVI</b>							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,15
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,83	0,87
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	160,00	156,00
<b>PETROLI</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	78,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	69,2	63,9

Previsions

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

### Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>CREIXEMENT DEL PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	2,9	6,3	3,5	3,0	3,0	3,2
<b>Països desenvolupats</b>	2,7	1,0	5,6	2,6	1,6	1,4	1,7
Estats Units	2,7	1,5	5,8	1,9	2,5	2,2	1,6
Zona de l'euro	2,2	0,3	5,9	3,4	0,5	0,7	1,7
Alemanya	1,6	0,8	3,1	1,9	-0,1	0,2	1,3
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	0,6	1,4
Itàlia	1,5	-1,0	8,3	3,9	0,7	0,6	1,6
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,6	2,3
Espanya	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	1,9	2,2
Japó	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Regne Unit	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	0,0	0,6
<b>Països emergents i en desenvolupament</b>	6,5	4,4	6,9	4,1	4,0	4,0	4,2
Xina	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
Índia	7,2	5,7	9,0	7,3	7,7	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	1,8	1,8
Mèxic	2,3	0,7	5,7	4,0	3,2	2,1	2,1
Rússia	-	1,0	5,6	-2,1	3,6	1,5	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	4,5	2,6	3,5
Polònia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,1	2,9	3,6
<b>INFLACIÓ</b>							
<b>Mundial</b>	4,2	3,7	4,7	8,7	6,9	5,2	4,0
<b>Països desenvolupats</b>	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,5	2,0
Estats Units	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,6	2,0
Zona de l'euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,2	2,1
Alemanya	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,4	2,0
Itàlia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,5	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Espanya	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Japó	-0,3	0,4	-0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Regne Unit	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,8	2,3
<b>Països emergents i en desenvolupament</b>	6,7	5,5	5,9	9,8	8,5	7,2	5,4
Xina	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,8	1,7
Índia	4,5	7,3	5,1	6,7	5,5	5,0	4,5
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,8	4,3	3,7
Mèxic	5,2	4,1	5,7	7,9	5,5	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	5,4	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polònia	3,5	2,1	5,2	13,2	10,8	4,6	4,6

Previsions

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

### Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Agregats macroeconòmics</b>							
Consum de les llars	3,6	-0,9	7,2	4,8	1,8	2,3	2,3
Consum de les AP	5,0	1,3	3,4	-0,2	3,8	2,7	1,6
Formació bruta de capital fix	5,6	-2,0	2,8	2,4	0,8	0,6	3,1
Béns d'equipament	4,9	-0,8	4,4	1,9	-1,6	0,2	3,8
Construcció	5,7	-3,4	0,4	2,6	2,3	0,2	2,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Exportació de béns i serveis	4,7	1,1	13,5	15,2	2,3	0,1	2,1
Importació de béns i serveis	7,0	-1,0	14,9	7,0	0,3	1,1	2,3
<b>Producte interior brut</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>
<b>Altres variables</b>							
Ocupació	3,2	-0,9	7,1	3,7	3,2	2,4	1,8
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,8	12,9	12,1	11,8	11,4
Índex de preus de consum	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Costos laborals unitaris	3,0	1,2	1,0	0,9	5,9	4,4	2,5
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,9	-0,2	0,8	0,6	2,6	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	0,2	1,9	1,5	1,5	3,3	3,5
Saldo públic (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,8	-6,8	-4,7	-3,6	-3,4	-2,9

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

Previsions

### Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Agregats macroeconòmics</b>							
Consum de les llars	1,7	-0,1	4,7	5,6	1,6	1,0	1,7
Consum de les AP	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,2	1,9	1,1
Formació bruta de capital fix	-0,4	-0,8	8,1	3,0	2,4	3,3	5,1
Béns d'equipament	3,2	2,0	15,3	5,5	4,1	-	-
Construcció	-1,5	-2,3	7,4	1,3	-0,3	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	4,7	1,4	1,7	2,2
Exportació de béns i serveis	5,3	2,2	12,3	17,4	4,2	2,6	5,2
Importació de béns i serveis	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	2,9	5,1
<b>Producte interior brut</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>
<b>Altres variables</b>							
Ocupació	0,4	-0,6	2,2	2,2	2,0	1,1	1,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,0	6,7	6,2	6,5	6,7	6,5
Índex de preus de consum	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Saldo op. corrents (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,4	1,4	1,2	1,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,4	2,7	2,5	2,7
Saldo públic (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	1,2	0,4	0,6

Previsions

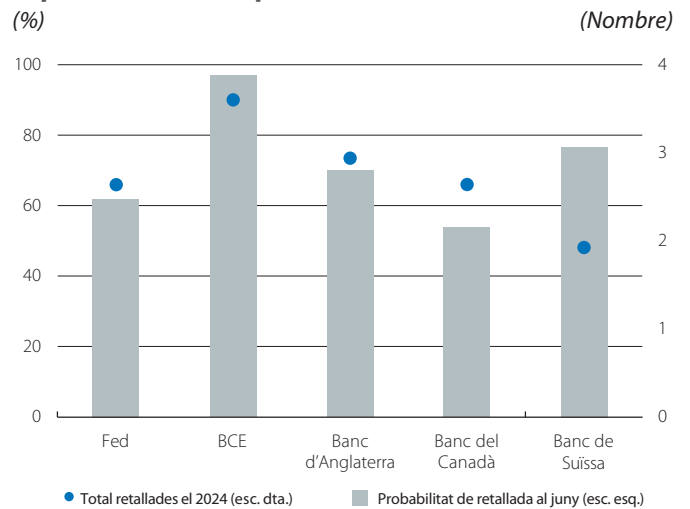


## Els mercats posen la seva mirada a l'estiu

**Continuïtat en la narrativa dels mercats financers.** L'ajornament de les expectatives sobre les baixades de tipus d'interès que va començar al febrer es va estendre al març, amb els inversors consolidant la idea que els bancs centrals no tenen tanta pressa a relaxar tan aviat les condicions financeres. La gran diferència va ser que, al març, els mercats van mostrar una major capacitat per discriminar entre regions en funció de la diferència en el ritme d'alentiment de la desinflació i per apreciar les divergències en el dinamisme econòmic entre les principals economies desenvolupades. Per a la zona de l'euro, on el progrés de la inflació s'ha mostrat més favorable i on l'activitat es manté més llastada, els inversors van augmentar la seva confiança en l'expectativa que la primera baixada de 25 p. b. vindrà al juny i que el BCE retallarà un total de tres o quatre vegades al llarg de l'any. En canvi, per als EUA, on la inflació s'està mostrant més persistent i on s'observa un major dinamisme en l'activitat, els mercats es van mostrar més escèptics i, de forma progressiva, van anar desplaçant la primera baixada del juny al juliol, alhora que van reduir l'expectativa de quatre retallades en el conjunt del 2024 a només tres. Aquesta continuïtat de la narrativa va deixar un març amb escassos canvis en les rendibilitats sobiranes nord-americanes, que ja havien repuntat de manera notable el mes anterior, i amb modestes caigudes en la corba alemanya a mesura que es consolidava l'expectativa d'una baixada al juny. Mentrestant, els actius de risc es van mantenir aliens als tipus alts i van consolidar un mes més de guanys.

**Punt d'inflexió cap a la distensió de la política monetària.** Després de les reunions dels principals bancs centrals, es va enfortir l'expectativa que el cycle monetari global prendrà un nou rumb el 2024. De manera molt evident ho va mostrar el Banc de Suïssa en ser el primer de les economies del G10 a retallar els tipus d'interès en 25 p. b., de l'1,75% a l'1,50%. De manera més indirecta ho van fer també els altres bancs centrals de les principals economies desenvolupades, que, tot i que no van anunciar canvis en els tipus de referència, van orquestrar els missatges en un to notablement més *dovish*. En el cas del Banc d'Anglaterra, que va mantenir els tipus en el 5,25%, es va prendre com un senyal de canvi cap a un posicionament més acomodatiu el fet que aquesta ha estat la primera reunió en què cap dels nou membres va votar a favor d'una pujada addicional. Per la seva banda, des del BCE (que va deixar el tipus *depo* en el 4,00% i el *refi* en el 4,50%), malgrat reforçar la cautela i la dependència de les dades davant la presa de decisions, el missatge es va articular al voltant del juny com un mes clau per considerar la baixada. I, a l'altra banda de l'Atlàntic, la Fed, que també va mantenir tipus en el rang de 5,25%-5,50%, es va mostrar confiada sobre el bon progrés de la inflació i, amb el *dot plot*, va explicitar que anticipa tres retallades el 2024, amb la primera al juny. Un altre punt d'inflexió va ser el del Banc del Japó (BoJ), que va posar fi al règim de tipus d'interès negatius en anunciar la pujada de la referència a curt termini del -0,1% al rang del 0,0%-0,1% i va anunciar també la finalització dels programes de política monetària no convencionals, inclosa la compra d'ETF i de REIT japonesos, així com del control de la corba de tipus. Malgrat que queda un llarg camí per recórrer per

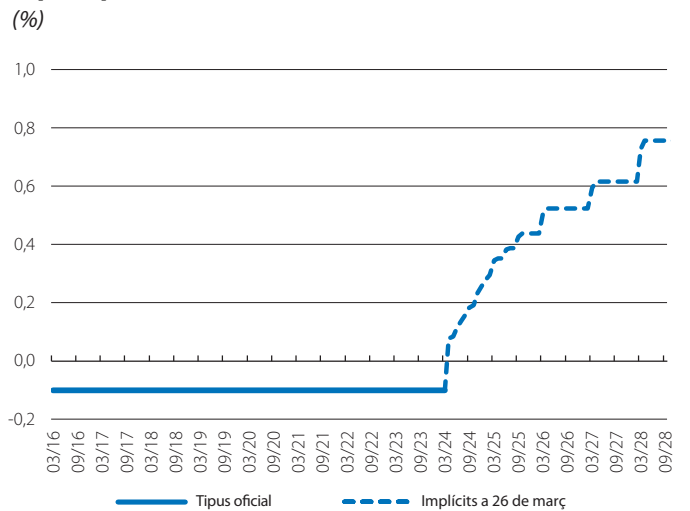
### Expectatives sobre política monetària



**Nota:** Forwards sobre corbes OIS el 01/04/2024.

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

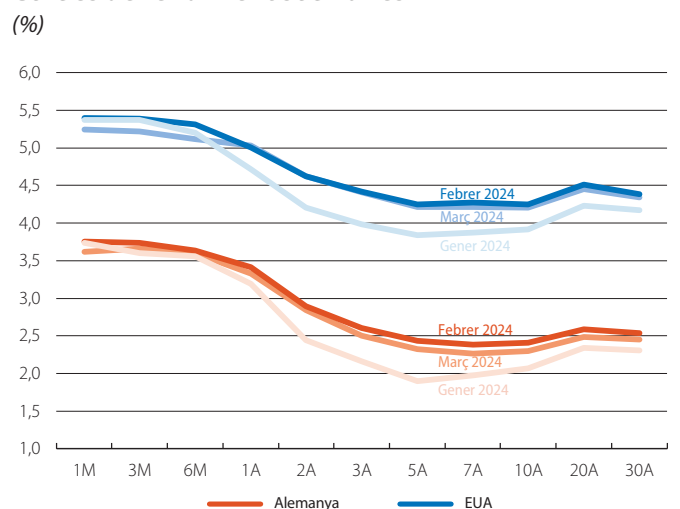
### Japó: tipus d'interès oficial



**Nota:** Les línies discontinües corresponen als implícits de mercat sobre la corba de forwards OIS.

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

### Corbes de rendiment sobiranes



**Nota:** Corbes al final de cada mes.

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

acostar-se a la resta de bancs centrals, i el BoJ va donar senyals de voler avançar de manera molt cautelosa per mitigar els riscos que comporta una retirada de l'estímul, les mesures adoptades van marcar un punt d'inflexió cap al retorn a una política monetària més convencional.

**Les rendibilitats sobiranes es mantenen elevades.** Al març, els mercats de deute es van moure en una conjuntura similar a la del mes passat, sense grans canvis en els missatges de dependència de dades del BCE, ni canvis substancials en el *dot plot* de la Fed, i amb una major confiança que l'estiu serà el moment de les primeres baixades de tipus. Així, els tipus d'interès sobirans, després de passar el mes buscant una direcció clara, van acabar gairebé en els mateixos nivells que al final del febrer. D'altra banda, les corbes sobiranes de les economies perifèriques es van contagiar de nou de l'apetència pel risc dels inversors i van reduir de forma moderada les primes de risc, amb Espanya beneficiant-se de la revisió en la perspectiva del ràting de l'agència creditícia Moody's d'«estable» a «positiva». No va anar així en el cas de les primes de risc francesa i italiana, que van mostrar un lleuger repunt (+11 p. b. a Itàlia i + 6 p. b. a França) a partir de mitjan març després de saber-se que, el 2023, els seus dèficits van superar els objectius fixats pels Governos.

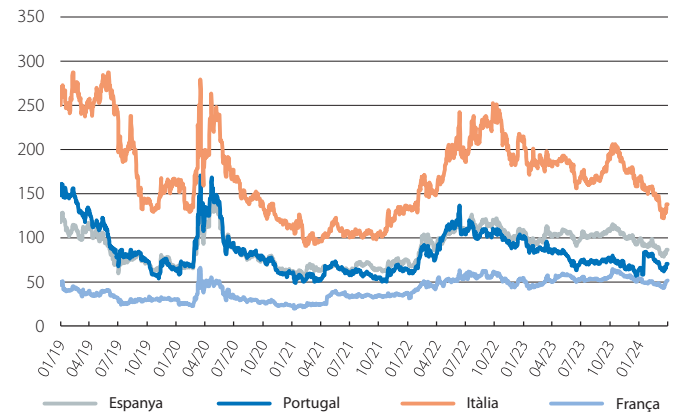
**La renda variable continua assolint rècords.** Les principals borses van capitalitzar el to *dovish* dels bancs centrals i, mantenint-se aparentment alienes als elevats tipus d'interès, als riscos geopolítics i, fins i tot, a les vulnerabilitats del sector immobiliari comercial, van estendre un mes més de guanys. Fins i tot l'S&P 500 als EUA i l'Eurostoxx 600 a Europa van tancar el mes de març en nous màxims històrics. Va destacar, a la zona de l'euro, la borsa espanyola, amb l'IBEX 35 apuntant-se gairebé un +11%, esperonada pel sector financer després de la revisió positiva de Moody's del ràting de 15 entitats bancàries nacionals després d'haver millorat la seva perspectiva per a Espanya. A l'Àsia, la borsa japonesa també va tocar un rècord malgrat la pujada de tipus del banc central i va capitalitzar el missatge de cautela del BoJ en la sortida de les condicions ultraacomodatícies, i la borsa xinesa va registrar guanys modestos a mesura que els fluxos començaven a tornar al país enmig d'un esforç del Govern per fer costat als mercats locals.

**La feblesa del ien destaca entre les principals divises.** Després de l'anunci del BoJ, el ja afeblit ien es va depreciar fins a un 1% addicional enfront de l'euro i del dòlar a mesura que els inversors interpretaven els missatges del BoJ com encara altament *dovish*. Les autoritats monetàries del Japó van respondre que estan preparades per adoptar les mesures necessàries, perquè no consideren que els moviments siguin deguts a fonamentals. Mentrestant, el dòlar es va continuar mantenint fort enfront de les principals divises, recolzat en l'expectativa que la Fed pugui prendre's més temps a l'hora de retallar tipus. Especialment notable va ser la fortalesa del dòlar enfront d'altres monedes d'economies emergents, que acumulen una depreciació fins al 3% enfront del dòlar des de l'inici d'enguany.

**El risc geopolític impulsa les primeres matèries.** Les tensions geopolítiques, tant al Pròxim Orient, amb renovats atacs a Gaza i a algunes ambaixades, com a Ucraïna i a Rússia, amb nous bombardejos a refineries de cru, van disparar tant els preus del petroli (el barril de Brent va arribar a cotitzar prop dels 90 dòlars/barril) com el de l'or com a actiu refugi, que va assolir un nou màxim en apropar-se als 2.200 dòlars/unça.

**Zona de l'euro: evolució de les primes de risc de les economies perifèriques**

(p. b.)

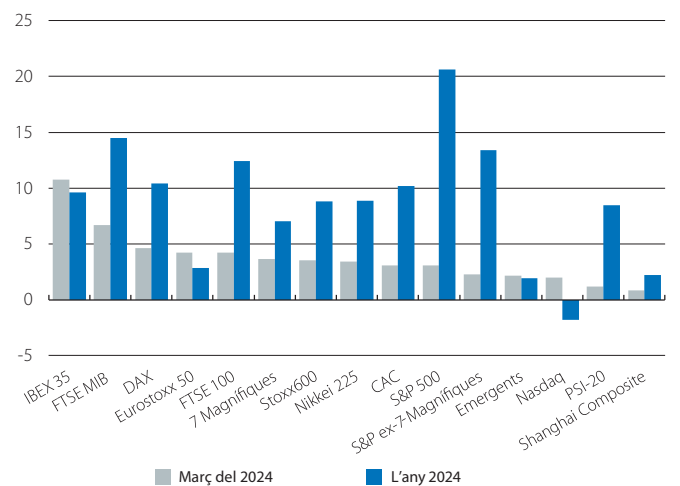


Nota: A partir del 16/01/24, el repunt en la prima portuguesa és degut a un canvi en el bo de referència.

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

**Funcionament dels principals índexs borsaris**

(%)



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

**Divises**



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

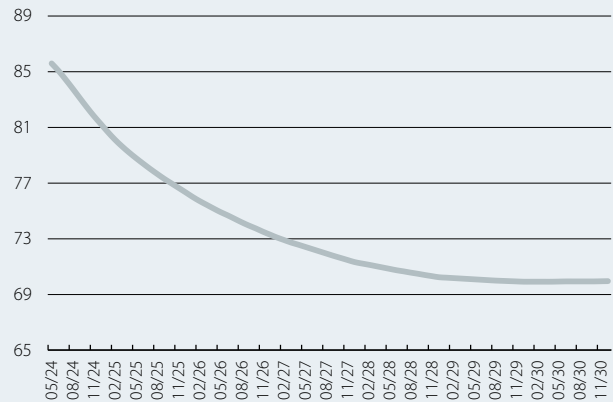
## El petroli en l'«era» de la descarbonització

En els quatre últims anys, els mercats energètics han estat sotmesos a fortes tensions, que han derivat en un dels episodis de major volatilitat de les últimes dècades.<sup>1</sup> Una part del llegat dels esdeveniments d'aquest període és que s'hagin accelerat els compromisos polítics i socials de descarbonització del sistema energètic. Des del primer gran pacte entre països, desenvolupats i emergents, signat a París<sup>2</sup> el 2015, s'han succeït diferents reunions i acords mundials que han establert diversos objectius de reducció de l'ús de les fonts d'energia fòssils, i de les conseqüents emissions de CO<sub>2</sub>, i que han impulsat la transició cap a energies més netes i respectuoses amb el medi ambient. El repte presenta diverses metes temporals, principalment el 2030 i el 2050, però no està exempt de dificultats, atesa la complexitat de l'escenari energètic actual, on, malgrat els esforços ja implementats, el 2022 el petroli i el gas natural representaven gairebé el 60% del total de l'energia primària consumida al món.

### Hi ha futur per al petroli?

Si ens centrem en el petroli, amb la finalitat d'establir una banda de preus de cotització per al barril de tipus Brent a

**Brent: corba de preus futurs**  
(Dòlars per barril)



**Nota:** Preus a 25/03/2024.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

llarg termini, i tenint en compte la incertesa dominant en la conjuntura energètica actual, la tasca és complexa. L'Agència Internacional de l'Energia (IEA, per les sigles en anglès) realitza una anàlisi fins al 2050 al seu últim *World Energy Outlook*.<sup>3</sup> Mitjançant el desenvolupament de tres

### Demanda i oferta de petroli

(Milions de barrils/dia)

	2010	2022	STEPS		APS		NZE	
			2030	2050	2030	2050	2030	2050
Transport per carretera	36,5	41,3	41,1	35,5	37,6	15,9	29,1	1,6
Aviació i marítim	9,9	10,6	13,5	17,2	12,5	9	10,5	2,1
Indústria	17,2	20,6	23,3	25,5	21,4	17,8	20,3	14,3
Construcció	12,4	11,4	9,5	6,7	8,6	4,1	6,1	0,5
Altres sectors	11,1	12,6	14	12,5	12,4	7,9	11,4	5,7
<b>Demanda mundial de petroli</b>	<b>87,1</b>	<b>96,5</b>	<b>101,5</b>	<b>97,4</b>	<b>92,5</b>	<b>54,8</b>	<b>77,5</b>	<b>24,3</b>
Cru convencional	67,4	62,8	61,3	58,2	54,9	29,8	48	15,8
Tight oil	0,7	8,3	11,1	10,2	10,3	6,9	7,6	1,8
Gas natural	12,7	19	21,2	19,4	20,1	13,6	16,2	4,4
Cru pesat i bituminós	2	3,7	4,4	5,5	3,9	2,5	3	1,5
Altra producció	0,5	0,9	1	1,2	0,9	0,3	0,3	0
<b>Producció mundial de petroli</b>	<b>85,3</b>	<b>97,1</b>	<b>101,5</b>	<b>97,4</b>	<b>90,2</b>	<b>53,1</b>	<b>75,1</b>	<b>23,5</b>
OPEP (quota; %)	40	36	35	43	35	45	37	53
<b>Oferta mundial de petroli</b>	<b>85,3</b>	<b>97,1</b>	<b>101,5</b>	<b>97,4</b>	<b>92,5</b>	<b>54,8</b>	<b>77,5</b>	<b>24,3</b>
<b>Preu del barril de cru (\$/barril)</b>	<b>103</b>	<b>98</b>	<b>82</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>60</b>	<b>42</b>	<b>25</b>

**Notes:** Totes les variables fan referència a milions de barrils diaris, llevat que s'indiqui el contrari. STEPS (Stated Policies Scenario), escenari de les polítiques ja adoptades; APS (Announced Pledged Scenario), escenari de promeses anunciades; NZE (Net Zero Emissions Scenario), escenari d'emissions netes zero i estabilització de la temperatura mitjana global en 1,5 °C.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'Agència Internacional de l'Energia.

- La pandèmia el 2020, que va afectar notablement la demanda mundial d'energia; les sancions a les exportacions energètiques de Rússia des del 2022, i, des de la tardor, el conflicte armat a Gaza i la crisi al mar Roig, que, ara com ara, no han estat un obstacle per a l'oferta de petroli de l'Orient Mitjà, però sí que han augmentat els riscos d'un possible contagi entre els països veïns.
- Acord de París (desembre del 2015).
- EIA, [World Energy Outlook 2023](#) (octubre del 2023).

escenaris,<sup>4</sup> avalua els futurs possibles associats a la transició energètica i arriba a diverses conclusions. D'una banda, estima que la demanda de petroli es mantindrà a l'alça en els propers anys, impulsada pels continus augments en la producció petroquímica i pels viatges aeris, però que assolirà el pic màxim abans del 2030 (estima una demanda mundial de 105,7 milions de barrils diaris el 2028). Es preveu que factors com l'increment de les vendes de vehicles elèctrics (el 2023, presentaven una quota de mercat pròxima al 20%) i, fins i tot més rellevant, com la desacceleració del ritme de creixement de la Xina,<sup>5</sup> exerciran de contrapesos d'aquesta demanda de cru al llarg del període analitzat. Cal assenyalar que, en els escenaris més exigents amb la descarbonització (APS i NZE), la reducció de la demanda s'intensificaria de forma notable a llarg termini, enfront de l'estabilitat que s'observaria a l'escenari més complaent amb la descarbonització.

D'altra banda, tot i que és cert que aquests escenaris se centren en l'anàlisi de l'evolució de la demanda, pel que fa a l'oferta de petroli, consideren que la producció dels països de fora de l'OPEP creixerà més que la de l'OPEP i aliats fins al 2030, tot i que, el 2050, hi haurà un repartiment pròxim al 50% entre els dos blocs. A més a més, en els dos primers escenaris, sota el supòsit que la producció s'ajusta a la demanda, suggereix que seria necessari realitzar noves inversions en el sector, enfocades a la reducció de l'impacte mediambiental en els processos productius, per evitar la reducció de l'efectivitat dels programes de transició energètica.

Tenint en compte que, com anticipa la IEA, amb les polítiques ja adoptades pels governs no seria suficient per assolir els objectius de descarbonització el 2030, i atès que al voltant del 90% de les emissions globals estan subjectes a compromisos de zero emissions, existeix una probabilitat alta que es continuï avançant en polítiques de caràcter mediambiental que aproximïn la realitat als dos primers escenaris. En aquest cas, la IEA estima que el rang de preus per al barril de Brent se situaria entre els 74 i els 82 dòlars el 2030, un rang superior al que, a l'hora d'escriure aquest article, estaria assignant la corba de futurs del Brent (70 dòlars per barril el 2030).

### Altres implicacions

El petroli continuarà sent una font rellevant d'energia durant les dues properes dècades, malgrat que el com-

promís dels països amb la substitució dels combustibles fòssils n'anirà reduint el consum. En aquest procés, el mercat del petroli es transformarà en un mercat més coherent amb els objectius climàtics. No obstant això, al seu torn, aquesta transformació planteja l'amenaça d'un ajust desordenat per a les economies més dependents de la producció de petroli, que s'enfrontaran al repte de continuar obtenint rendibilitat de l'activitat petrolera mentre busquen altres fonts de creixement alternatives a aquest sector. En aquest terreny, segons l'FMI,<sup>6</sup> els riscos es presenten en un doble vessant. D'una banda, el valor de les reserves petrolieres d'aquests països i la inversió que atreuen regularien de forma substancial i podrien conduir a greus problemes econòmics, incloses fallides i crisis a les regions més dependents en l'actualitat del sector del cru. De l'altra, els països amb costos d'extracció més baixos podrien alentir el ritme d'adopció d'estratègies més competitives fins a haver assolit avanços materials en la reforma de les seves economies. Aquest aspecte agreujaria la feblesa als països amb elevats dèficits fiscals i incidiria negativament sobre les partides vinculades al finançament obtingut a través dels ingressos del petroli, com la sanitat o l'ocupació pública.

*Beatriz Villafranca*

4. Els tres escenaris són: *Stated Policies Scenario* (STEPS), escenari de les polítiques ja adoptades; *Announced Pledged Scenario* (APS), escenari de promeses anunciades, i *Net Zero Emissions Scenario* (NZE), on elabora un full de ruta per assolir les emissions netes zero el 2050 i l'estabilització de l'increment de la temperatura mitjana global en 1,5 °C.

5. Segons la IEA, en l'última dècada, la Xina va ser responsable del 50% del creixement de la demanda energètica global i del 85% de l'augment de les emissions de CO<sub>2</sub>.

6. FMI, *The Future of Oil* – IMF F&D (2021).

**Tipus d'interès (%)**

	31-març	29-febrer	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
<b>Zona de l'euro</b>					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	100,0
Euríbor 3 mesos	3,89	3,94	-4	-1,7	83,9
Euríbor 12 mesos	3,67	3,75	-8	15,6	1,8
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,34	3,43	-9	8,1	30,0
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,85	2,90	-5	44,5	17,5
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,30	2,41	-11	27,4	4,3
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,16	3,29	-13	16,9	-11,3
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,01	3,12	-12	35,1	-7,1
<b>EUA</b>					
Fed funds (límit superior)	5,50	5,50	0	0,0	50,0
SOFR 3 mesos	5,30	5,33	-4	-3,3	37,8
Deute públic a 1 any	5,02	5,00	3	26,2	46,9
Deute públic a 2 anys	4,62	4,62	0	37,0	65,7
Deute públic a 10 anys	4,20	4,25	-5	32,1	78,9

**Spreads de deute corporatiu (p. b.)**

	31-març	29-febrer	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	54	55	-1	-4,4	-31,0
Itraxx Financer Sènior	63	64	-1	-3,7	-35,6
Itraxx Financer Subordinat	114	117	-3	-8,5	-68,9

**Tipus de canvi**

	31-març	29-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,079	1,081	-0,1	-2,3	-1,0
EUR/JPY (iens per euro)	163,300	162,060	0,8	4,9	13,1
EUR/GBP (lliures per euro)	0,855	0,856	-0,1	-1,4	-2,6
USD/JPY (iens per dòlar)	151,350	149,980	0,9	7,3	14,3

**Primeres matèries**

	31-març	29-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	536,4	524,4	2,3	5,1	-2,4
Brent (\$/barril)	87,5	83,6	4,6	13,6	3,0
Or (\$/unça)	2.229,9	2.044,3	9,1	8,1	12,4

**Renda variable**

	31-març	29-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	5.254,4	5.096,3	3,1	10,2	27,4
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	5.083,4	4.877,8	4,2	12,4	17,9
Ibex 35 (Espanya)	11.074,6	10.001,3	10,7	9,6	20,9
PSI 20 (Portugal)	6.280,5	6.158,0	2,0	-1,8	3,3
Nikkei 225 (Japó)	40.369,4	39.166,2	3,1	20,6	43,2
MSCI emergents	1.043,2	1.020,9	2,2	1,9	5,5

## L'economia internacional, en espera de les retallades de tipus

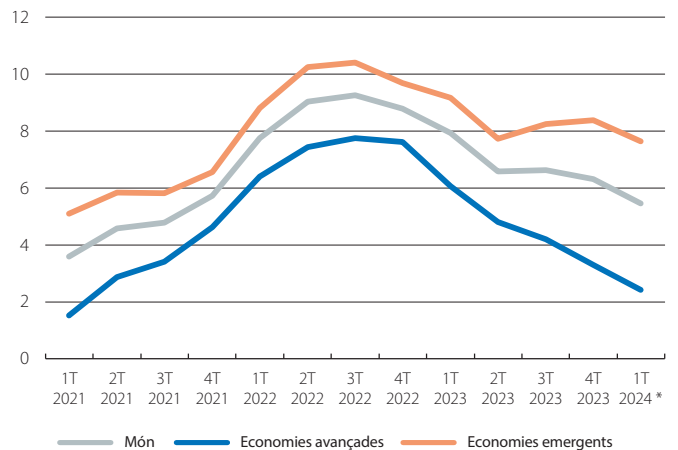
**Perspectives cautelosament optimistes...** En els últims trimestres, el creixement de l'economia mundial s'ha moderat davant la transmissió de l'enduriment monetari, de les dificultats de la Xina i d'un entorn de riscos i d'incertesa elevats. Malgrat això, s'estima que el PIB global ha aconseguit mantenir un creixement una mica per damunt del 3% i pròxim a la mitjana de l'última dècada, gràcies, en part, a la resistència dels mercats laborals i a l'ús dels matalassos d'estalvi acumulats durant la pandèmia, tot i que amb dinàmiques disperses entre les grans regions. Alguns d'aquests vents bufaran menys a favor el 2024 (per exemple, als EUA, l'excés d'estalvi postpandèmic està virtualment esgotat, mentre que la persistència de l'estalvi a Europa amaga un canvi de composició i una reducció notable de l'excés d'estalvi en actius líquids). No obstant això, també hi ha senyals que destaquen en positiu, com el retorn al creixement del comerç mundial de béns en els últims mesos i, en especial, la davallada sostinguda de la inflació, que ja ha propiciat baixades de tipus en algunes economies emergents (com el Brasil) i fa esperar una distensió més generalitzada de la política monetària entre la primavera i l'estiu (vegeu la conjuntura de Mercats financers), dues dinàmiques que haurien de donar suport a una redinamització del creixement econòmic al llarg del 2024.

**...però amb un mapa de riscos exigent.** Els factors negatius continuen dominant l'equilibri de riscos que envolta l'activitat econòmica mundial, en especial per la combinació de tensions geopolítiques i de potencials disruptcions d'oferta, però també des del costat de la demanda (on destaquen els riscos d'una major transmissió de l'enduriment monetari realitzat el 2022-2023, així com la incertesa sobre el grau d'inèrcia de les pressions inflacionistes més sensibles a factors domèstics). Així i tot, al llarg del mes de març, es van apaivagar dues manifestacions concretes d'aquestes fonts de risc globals, amb una distensió sostinguda dels costos dels nolis (marcadament pressionats, en el canvi d'any, per les tensions al mar Roig) i la contenció de les turbulències financeres al voltant de vulnerabilitats com les del Nova York Community Bancorp, que s'ha ressentit de les dificultats del sector immobiliari comercial en un entorn de tipus d'interès restrictius.

**La fortalesa dels EUA destaca entre les economies avançades.** L'activitat econòmica dels EUA va completar un inici d'any sòlid, amb un rebot de l'ISM manufacturer fins als 50,3 punts al març (en zona expansiva per primera vegada des del final del 2022) i amb un ISM de serveis en territori sostingudament expansiu (51,4 punts) i que, en el conjunt del 1T, ha accelerat en relació amb el tancament del 2023. A més a més, l'activitat va continuar reforçada per la robustesa del mercat laboral, amb una taxa d'atur en un baix 3,8% i amb la creació de 303.000 llocs de treball nets al març. Així, en conjunt, les dades apunten a un avanç del PIB nord-americà del 0,5%-0,6% intertrimestral en el 1T 2024, una xifra dinàmica que coexisteix amb una reducció gradual de les pressions inflacionistes: segons el PCE, l'índex de referència per a la Fed, la inflació va ser del 2,5% (general) i del 2,8% (nucli) al febrer. Aquesta fortalesa dels EUA

### Global: inflació

Variació interanual de l'IPC (%)



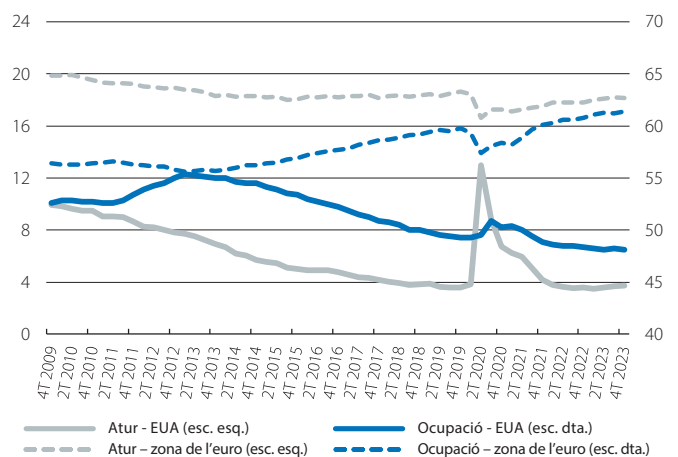
Nota: \* Per al 1T 2024, estimació amb dades fins al febrer del 2024.

Font: CaixaBank Research.

### Taxes d'ocupació i d'atur

(% de població activa)

(% de població)

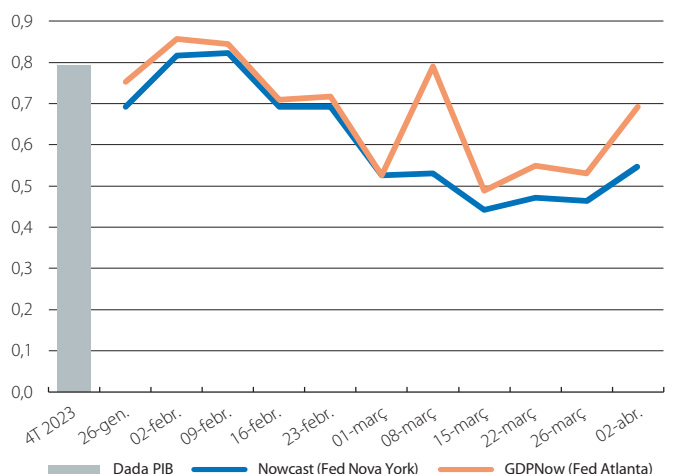


Nota: Població de 16 anys o més.

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

### EUA: PIB 4T 2023 i projeccions 1T 2024

Variació intertrimestral (%)



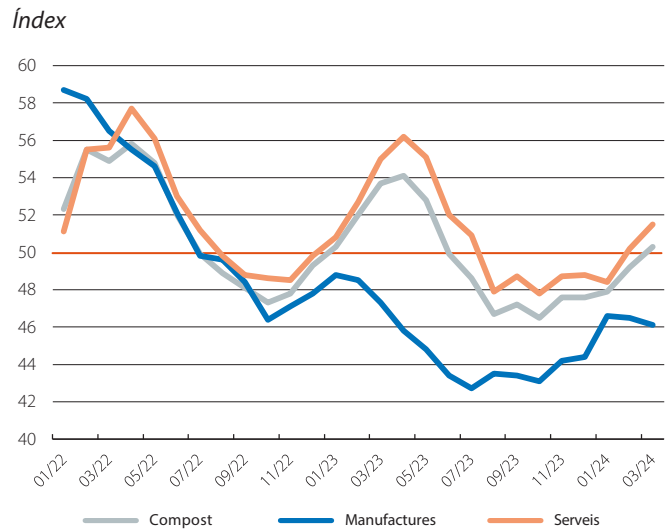
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BEA, de la Fed de Nova York i de la Fed d'Atlanta.

contrasta amb la feblesa de la resta de grans economies avançades. En concret, el Regne Unit va entrar en recessió tècnica al final del 2023, amb el PIB contraient-se el 0,3% intertrimestral en el 4T, i el monitor mensual de l'oficina estadística britànica apunta a una reculada del 0,1% al gener del 2024. El Japó, per la seva banda, també va entrar en recessió tècnica en el 4T, però va sortir-ne amb una segona estimació del PIB, que es va revisar fins al +0,1% intertrimestral.

**L'activitat de la zona de l'euro encara no deixa enrere la feblesa.** El PIB de la zona de l'euro acumula cinc trimestres avançant i reculant en l'interval  $\pm 0,1\%$  intertrimestral (des del 4T 2022), i el conjunt d'indicadors del 1T 2024 suggereix que la dinàmica s'ha mantingut en l'inici d'enguany (el consens d'analistes espera el +0,1%). Així i tot, hi ha alguns indicis compatibles amb una futura redinamització de l'activitat, com la recuperació del PMI de serveis fins als 50,2 punts al febrer i els 51,5 al març (en expansió per primera vegada des del juliol del 2023) i un PMI manufacturer una mica menys negatiu (per damunt dels 46 punts en tot el 1T 2024, un nivell contractiu, però que, al mateix temps, representa la millor dada des del març del 2023), tot això gràcies a la major embranzida dels països de la perifèria i a una certa millora de França, mentre que l'activitat d'Alemanya continua fràgil. Així mateix, malgrat que alguns indicadors del mercat laboral donen indicis de moderació (per exemple, l'índex d'expectatives d'ús de la Comissió Europea es va situar en els 102,6 punts al març, en relació amb la mitjana de 105,2 del 2023), l'atur continua estable i en mínims (el 6,5% al febrer) i l'ocupació toca màxims, la qual cosa, sumada a un creixement salarial pròxim al 4% (indicador d'Indeed.com en el 3,9% al febrer, salaris negociats en el 4,5% en el 4T 2023), facilita una recuperació del poder adquisitiu i, per tant, de la demanda en els propers trimestres. A tot plegat cal afegir la reducció de la inflació general fins al 2,4% al març i de la inflació nucli fins al 2,9% (per sota del 3% per primera vegada des del febrer del 2022), dues dinàmiques que obren la porta a una primera retallada de tipus del BCE en els propers mesos.

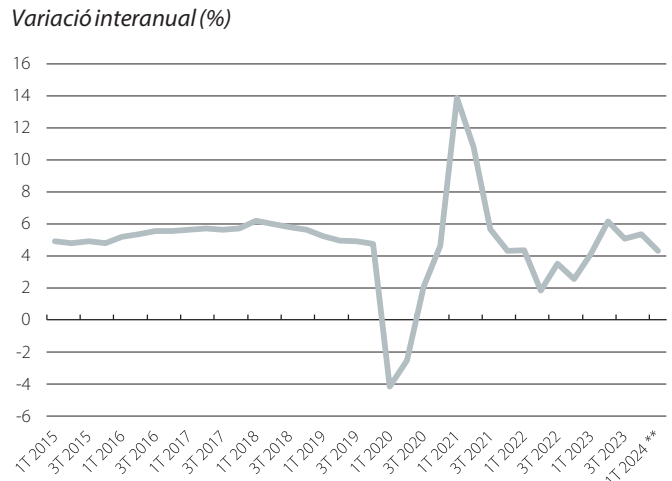
**El creixement de l'Índia encapçala els BRICS, amb la Xina baixant al gran grup.** La divergència de dinàmiques que caracteritza el grup d'economies avançades també es percep a les principals economies del món emergent, on contrasten els dos líders de creixement: l'Índia i la Xina. L'Índia va acabar el 2023 amb una acceleració del PIB fins al 8,4% interanual en el 4T, clarament per damunt del que es preveia, i ha esperonat una millora de les perspectives de creixement per al 2024 per part del consens d'analistes. A la Xina, els últims indicadors dibuixen una activitat econòmica més dinàmica que al final de 2023, gràcies a la indústria i a l'arrossegament de les exportacions i de la inversió (entre el gener i el febrer, la producció industrial va avançar el 7,0% interanual, i la inversió fixa, el 4,2%). Així i tot, el consum intern xinès continua una mica apàtic (les vendes al detall es van desaccelerar fins a un creixement del 5,5% interanual al gener-febrer, després del 7,4% del desembre), i sembla que la crisi del sector immobiliari continuarà, de manera que, de cara al 2024, el consens d'analistes preveu un creixement del PIB menor al del 2023 i també una mica inferior a l'objectiu del 5% anunciat per les autoritats.

**Zona de l'euro: PMI**



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

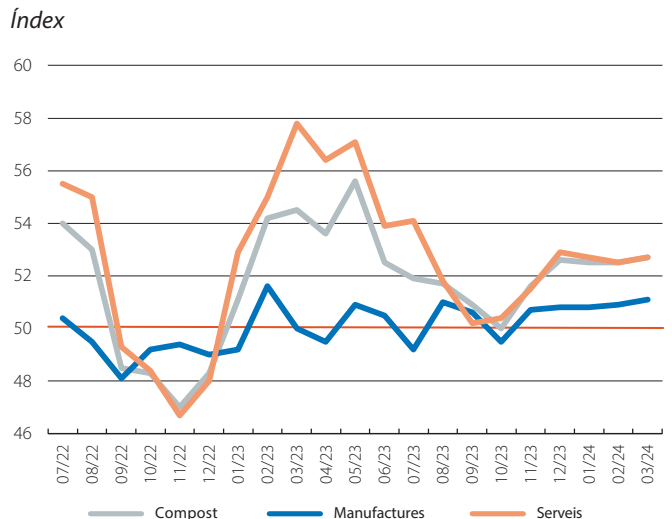
**BRICS: \* PIB**



Notes: \* BRICS comprèn el Brasil, Rússia, l'Índia, la Xina, Sud-àfrica, Egipte, Etiòpia, l'Iran, l'Aràbia Saudita i la Unió dels Emirats Àrabs. \*\* Previsió 1T 2024 del consens de Bloomberg.

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

**Xina: PMI**



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

## La percepció de l'economia i les seves paradoxes

Realitat i percepció són indissociables, però no sempre es reconcilien entre si. Tampoc en l'economia. Per exemple, sabem que, de manera sistemàtica, les persones avaluem més positivament les nostres perspectives individuals que les del conjunt de l'economia. Així ho il·lustra el primer gràfic.

Aquest desacord de les percepcions ha fet un altre gir de rosca en els últims anys. I és que sembla que s'ha trencat la forta relació històrica entre el sentiment econòmic dels consumidors i les principals variables que descriuen l'estat de l'economia, una ruptura que s'ha documentat en especial als EUA.<sup>1</sup> Com ho mostra el segon gràfic, entre el 1980 i el 2019, unes poques variables econòmiques (inflació, atur, salaris, índexs borsaris, etc.) eren capaces de predir amb precisió el sentiment de les famílies nord-americanes. No obstant això, des de l'esclat de la pandèmia de la COVID-19, les llars es mostren molt més pessimistes del que caldria esperar tenint en compte l'estat de l'economia nord-americana, un pessimisme estadísticament excessiu, fins i tot, si considerem la inflació (un dels indicadors utilitzats per predir el sentiment) i, en especial, un atur baix, un creixement robust del PIB i uns mercats borsaris en màxims.

Sembla que aquesta discrepància entre economia i sentiment és una seqüela persistent de la pandèmia, que crida molt l'atenció fins i tot quan l'economia ja fa temps que s'ha normalitzat. El segon gràfic recull una bretxa significativa (per exemple, en els tres últims mesos, el sentiment de les llars és el 25% inferior al que suggeriria l'estat de l'economia) i, com veurem tot seguit, sense una explicació definitiva.<sup>2</sup> En primer lloc, la bretxa continua sent significativa quan s'analitzen mesures alternatives de sentiment, com la confiança del consumidor del Conference Board (amb una bretxa del 15%, malgrat ser un indicador que no ha caigut tant després de la pandèmia i que, en principi, dona un major pes al funcionament del mercat laboral), o, fins i tot, quan distingim entre percepcions de situació financera personal i de situació econòmica general (les dues presenten bretxes semblants).

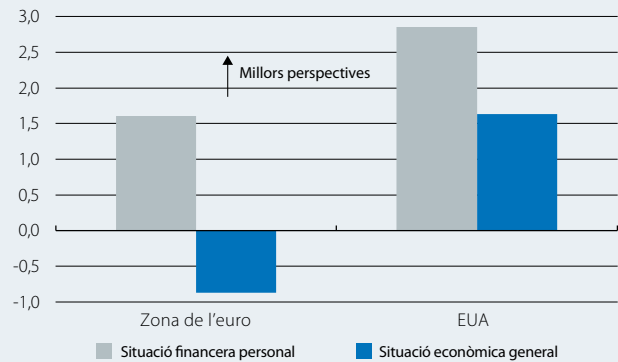
Una segona possibilitat és que hagi canviat la sensibilitat de les llars als indicadors econòmics. Per exemple, és pos-

1. Vegeu «The pandemic has broken a closely followed survey of sentiment», *The Economist* (7 de setembre del 2023), i Bolhuis et al. (2024), «The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly», National Bureau of Economic Research.

2. La bretxa no és un artifici estadístic. El model estadístic s'estima amb dades entre el 1980 i el 2019, de manera que, en part, és natural que hi hagi un bon ajust en aquest període. No obstant això, si estíem la relació entre sentiment i indicadors econòmics només en el període 1980-1990 i després projectem el sentiment previst «per l'economia», continua havent-hi un ajust molt precís fins al 2019.

### Expectatives de les llars: 1985-2023

Índex



Notes: Mitjana de dos subíndexs referents a «Expectatives per als 12 propers mesos» en el període 1985-2023 de l'indicador de sentiment de la Universitat de Michigan (EUA) i a la confiança dels consumidors de la Comissió Europea (zona de l'euro). Unitats estandaritzades en funció dels respectius índexs de sentiment agregat.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Universitat de Michigan i de la Comissió Europea.

### EUA: sentiment econòmic dels consumidors

Índex



Notes: L'índex observat és l'«Índex de sentiment dels consumidors» que elabora la Universitat de Michigan a partir d'enquestes. L'índex predit s'estima amb variables econòmiques (inflació, atur, tipus de canvi, mercat borsari, salaris i preu de la benzina) amb dades fins al desembre del 2019.  
Font: CaixaBank Research, a partir d'estimacions pròpies i de dades de la Universitat de Michigan i de la FRED.

sible que, quan els tipus d'interès i la inflació estan en cotes elevades, siguin més rellevants per al sentiment de les famílies. De fet, Larry Summers i coautors<sup>3</sup> mostren que incloure els tipus d'interès en l'anàlisi ajuda a mitigar la bretxa.<sup>4</sup> Així mateix, si estíem per separat la relació entre sentiment i economia en els períodes 1980-2019 i 2020-2023, trobem indicis d'un canvi de sensibilitat per part de les llars: després de la pandèmia, sembla que el bon funcionament del mercat laboral i del mercat borsari té un impacte menys positiu sobre el sentiment de les

3. Vegeu Bolhuis et al. (2024), citat a la nota 1.

4. Però no l'elimina. De fet, la bretxa continua sent significativa (i la capacitat que tenen els tipus de reduir-la depèn del model estadístic que s'utilitzi).



llars; també sembla que una mateixa taxa d'inflació té un impacte més negatiu el 2020-2023 (malgrat que, en aquest cas, les diferències de sensibilitat entre els períodes són més aviat petites).

Una tercera explicació del pessimisme estadísticament excessiu de les llars la trobem en els biaixos cognitius. D'una banda, les enquestes mostren que els ciutadans donem respostes significativament desviades quan se'ns pregunta sobre el valor que van prendre indicadors com la taxa d'atur o la inflació. Per tant, el pessimisme excessiu podria reflectir un deteriorament d'aquests biaixos: pensem que la inflació o l'atur són més alts del que realment són, i això ens porta a una pitjor visió de l'economia.<sup>5</sup> De forma semblant, estan àmpliament documentats els biaixos en el seguiment mediàtic de l'actualitat, amb evidència que les notícies negatives no solament reben més cobertura, sinó que també tenen una major taxa de consum.<sup>6</sup>

Finalment, una altra explicació podria ser, senzillament, que les turbulències econòmiques dels últims anys han estat tan intenses que les llars necessiten més temps de l'habitual per digerir-les i perquè la normalització de l'economia s'acabi reflectint en una millora del sentiment.

### I Europa?

A Europa, un petit grup d'indicadors econòmics, semblants als del cas nord-americà, també ha estat capaç de reproduir amb precisió el pols de la confiança dels consumidors. I, com ho mostra el tercer gràfic, després de la pandèmia també s'ha obert una certa bretxa entre economia i sentiment, però és clarament menor que als EUA, i, a més a més, la situació és dispar entre països i la bretxa és poc significativa a la majoria de grans economies de la zona de l'euro (vegeu el quart gràfic).

El fet que l'economia europea, amb una conjuntura econòmica fins i tot més exigent que la dels EUA, no pateixi tan clarament aquest desajustament de sentiment suggereix que, potser, hem de buscar explicacions idiosincràticament nord-americanes. I, en aquest sentit, és revelador el treball de Ryan Cummings i Neale Mahoney,<sup>7</sup> que mostra que el 30% de la bretxa del sentiment als EUA reflecteix un biaix partidista: republicans i demòcrates valoren millor (pitjor) l'economia quan el seu partit és al poder (a l'oposició), i el biaix no és simètric, sinó que els republicans

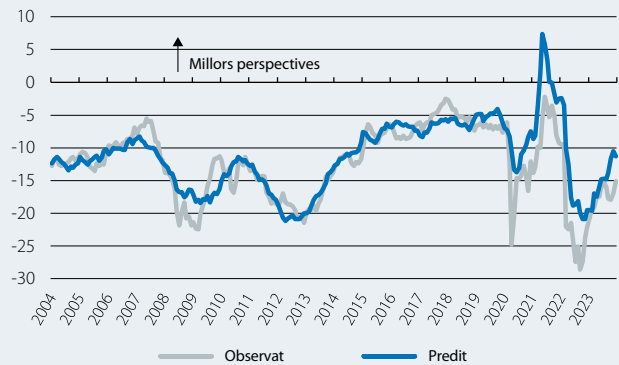
5. Segons recullen les enquestes de la Universitat de Michigan, al final del 2023, el consumidor mitjà estimava que la inflació es trobava prop del 6,5% (en relació amb unes taxes observades al voltant del 3,0%). En canvi, aquest error de percepció era molt menor abans de la pandèmia.

6. Vegeu Lengauer, G., Esser, F. i Berganza, R. (2012), «Negativity in political news: A review of concepts, operationalizations and key findings», *Journalism*, 13(2), 179-202, i Robertson, Claire E. et al. (2023), «Negativity drives online news consumption», *Nature Human Behaviour*, 7.5, 812-822.

7. «Asymmetric amplification and the consumer sentiment gap», disponible a [www.briefingbook.info](http://www.briefingbook.info).

### Zona de l'euro: sentiment econòmic dels consumidors

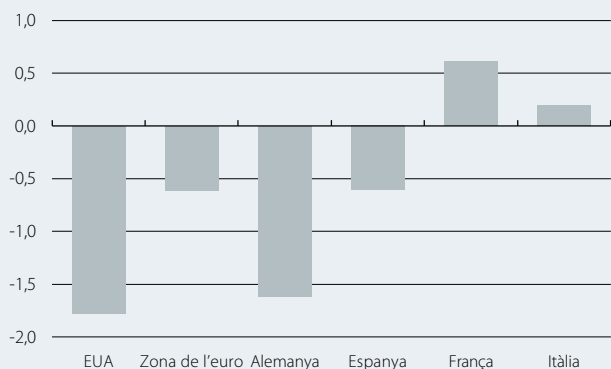
Índex



**Notes:** L'índex observat és la confiança dels consumidors que elabora la Comissió Europea a partir d'enquestes. L'índex predit s'estima amb variables econòmiques (inflació, atur, salaris, tipus d'interès i preu de la benzina) amb dades fins al desembre del 2019.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir d'estimacions pròpies i de dades de la Comissió Europea, d'Eurostat i del BCE.

### Diferència entre sentiment i economia: 2S 2023

Índex estandaritzat \*



**Nota:** \* El gràfic presenta la diferència mitjana entre el sentiment observat i el predit en el 2S 2023, normalitzada per la desviació estàndard històrica del sentiment econòmic dels consumidors.

**Font:** CaixaBank Research, a partir d'estimacions pròpies i de dades de la Universitat de Michigan, de la FRED, de la Comissió Europea, del BCE i d'Eurostat.

penalitzen més que els demòcrates la seva percepció de l'economia quan estan a l'oposició.

### It's the economy, stupid

Bill Clinton va arribar a la presidència dels EUA el 1992 amb l'eslògan *L'economia, estúpid*, encunyat pel seu assessor James Carville. El 2024, el major any electoral de la història segons molts analistes, la (ir)reconciliació entre percepcions i indicadors farà que l'economia jugui un paper més complex en el cicle electoral, si fos possible.

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

## ESTATS UNITS

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
<b>Activitat</b>									
PIB real	1,9	2,5	1,7	2,4	2,9	3,1	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	9,3	4,9	7,1	4,0	4,3	4,4	1,5	2,2	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	105,4	104,5	105,4	109,0	102,7	110,9	104,8	104,7
Producció industrial	3,4	0,2	0,9	0,0	–0,1	0,1	–0,3	–0,2	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	47,2	46,7	47,6	46,9	49,1	47,8	50,3
Habitatges iniciats (milers)	1.551	1.423	1.385	1.450	1.371	1.485	1.374,0	1.521,0	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	307	312	302	308	316	321	322	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,5	3,6	3,7	3,7	4	4	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,0	60,3	60,3	60,3	60,4	60,3	60,2	60	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,5	–3,2	–3,0	–2,9	–2,8	...	...
<b>Preus</b>									
Inflació general	8,0	4,1	5,8	4,0	3,5	3,2	3,1	3,2	...
Inflació nucli	6,2	4,8	5,6	5,2	4,4	4,0	3,9	3,8	...

## JAPÓ

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
<b>Activitat</b>									
PIB real	1,0	1,9	2,6	2,3	1,6	1,2	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	32,2	35,1	32,2	35,9	36,2	36,3	38,0	39,1	...
Producció industrial	0,0	–1,4	–1,8	0,9	–3,6	–0,9	–3,1	–6,3	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	1,0	5,0	9,0	13,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,4	2,6	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,1	–3,0	–3,9	–3,6	–2,7	–1,8	–1,3	–1,2	...
<b>Preus</b>									
Inflació general	2,5	3,3	3,6	3,4	3,1	2,9	2,1	2,8	...
Inflació subjacent	1,1	3,9	3,5	4,2	4,3	3,9	3,5	3,2	...

## XINA

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
<b>Activitat</b>									
PIB real	3,0	5,2	4,5	6,3	4,9	5,2	–	–	–
Vendes al detall	–0,8	7,8	5,8	10,7	4,2	8,3	...	5,5	...
Producció industrial	3,4	4,6	3,2	4,5	4,2	6,0	...	7,0	...
PMI manufactures (oficial)	49,1	49,9	51,5	49,0	49,7	49,3	49,2	49,1	50,8
<b>Sector exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	899	866	948	946	901	866	854,7	877,1	...
Exportacions	7,1	–5,1	0,1	–5,4	–10,8	–3,3	5,3	2,9	...
Importacions	0,7	–5,5	–7,2	–7,0	–8,5	0,8	15,4	–8,2	...
<b>Preus</b>									
Inflació general	2,0	0,2	1,3	0,1	–0,1	–0,3	–0,8	0,7	...
Tipus d'interès de referència <sup>3</sup>	3,65	3,45	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi per dòlar	6,7	7,1	6,8	7,0	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2

Notes: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. 2. Milers de milions de dòlars. 3. Final del període.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departament de Comunicacions del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Refinitiv.

## ZONA DE L'EURO

## Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Vendes al detall (variació interanual)	1,0	-1,7	-2,6	-1,9	-1,8	-0,7	...	...	...
Producció industrial (variació interanual)	2,1	-2,2	0,7	-1,0	-4,8	-3,8	-6,7	...	...
Confiança del consumidor	-21,9	-17,4	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-16,1	-15,5	-14,9
Sentiment econòmic	102,1	96,4	96,5	96,5	96,5	96,5	96,1	95,5	96,3
PMI manufactures	52,1	51,2	48,2	44,7	43,2	43,9	46,6	46,5	46,1
PMI serveis	52,1	52,1	52,8	54,4	49,2	48,4	48,4	50,0	51,1
<b>Mercat de treball</b>									
Ocupació (persones) (variació interanual)	2,3	1,4	1,7	1,4	1,4	1,2	-	-	-
<b>Taxa d'atur</b> (% pobl. activa)	6,7	6,5	6,6	6,5	6,5	...	6,5	6,5	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	...	3,2	3,2	...
França (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,1	7,4	7,4	...	7,5	7,4	...
Itàlia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,9	7,7	7,6	...	7,3	7,5	...
<b>PIB real</b> (variació interanual)	3,5	0,5	1,3	0,6	0,1	0,1	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	1,9	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-	-	-
França (variació interanual)	2,6	0,9	0,9	1,2	0,6	0,7	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	4,2	1,0	2,3	0,6	0,5	0,6	-	-	-

## Preus

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
General	8,4	5,5	8,0	6,2	5,0	2,7	2,8	2,6	2,4
Nucli	3,9	5,0	5,5	5,5	5,1	3,7	3,3	3,1	3,0

## Sector exterior

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
<b>Saldo corrent</b>	-0,6	4,5	-0,4	0,3	2,0	4,5	10,3	...	...
Alemanya	4,3	12,1	4,3	4,8	7,8	12,1	25,2	...	...
França	-2,0	-2,5	-1,9	-1,8	-1,9	-2,5	-5,0	...	...
Itàlia	-1,6	1,0	-1,5	-1,1	0,1	1,0	3,2	...	...
<b>Tipus de canvi efectiu nominal<sup>1</sup></b> (valor)	90,9	94,7	93,4	94,6	95,9	95,1	95,2	95,0	95,6

## Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
<b>Finançament del sector privat</b>									
Crèdit a les societats no financeres <sup>2</sup>	6,7	2,7	5,7	4,0	1,1	0,1	0,2	0,4	...
Crèdit a les llars <sup>2,3</sup>	4,4	1,7	3,2	2,1	1,0	0,5	0,3	0,3	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres <sup>4</sup> (%)	1,8	4,6	3,8	4,5	5,0	5,2	5,1	...	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge <sup>5</sup> (%)	2,0	4,4	3,7	4,3	4,7	4,9	4,8	...	...
<b>Dipòsits</b>									
Dipòsits a la vista	6,3	-8,5	-3,9	-8,1	-11,3	-10,7	-9,9	-8,9	...
Altres dipòsits a curt termini	4,5	21,1	17,6	22,5	23,2	21,0	19,8	18,8	...
Instrumentos negociables	3,7	20,4	19,4	22,0	20,4	19,9	22,4	17,6	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,5	2,7	1,9	2,5	3,0	3,3	3,2	...	...

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

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

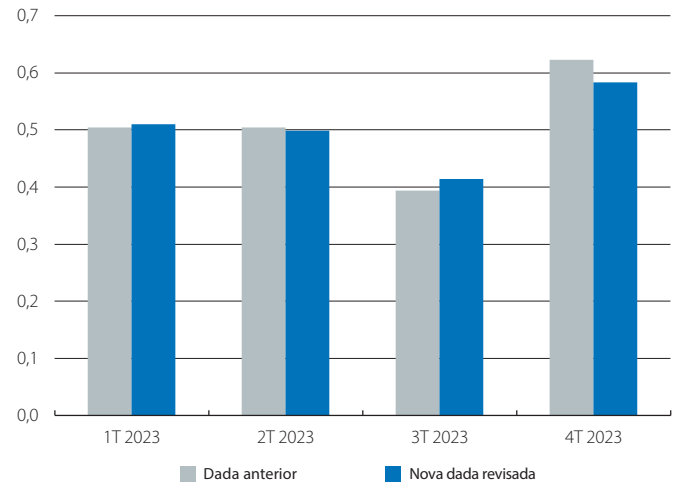
## L'economia espanyola es manté resilient en un entorn complicat

El conjunt d'informació disponible apunta al fet que l'activitat econòmica, malgrat un context econòmic advers, marcat per l'impacte de la pujada de tipus d'interès de l'any passat i per una inflació que oscil·la al voltant del 3%, ha continuat creixent a bon ritme durant el 1T. La nova estimació del creixement del PIB del 4T 2023 que ha publicat l'INE dins el seu calendari habitual de revisions tampoc ha modificat la lectura del passat recent. El creixement del PIB en l'últim trimestre del 2023 es va mantenir inalterat en relació amb el que es va oferir en l'estimació avançada, i, en el desglossament per components, va haver-hi una lleugera revisió a la baixa del creixement dels consums privat i públic, compensat per una lleugera revisió a l'alça de la inversió.

**Bones xifres dels indicadors d'activitat.** Els indicadors d'activitat disponibles per al 1T 2024 mostren un comportament millor del que s'esperava, sobretot pel costat dels indicadors de sentiment, d'ocupació i de turisme. Així, al març, el PMI dels serveis va mantenir la senda alcista i va assolir els 56,1 punts, una cota que apunta a un ritme d'expansió considerable al sector. Per la seva banda, el sector industrial va deixar enrere la feblesa, i el PMI del sector manufacturer, amb 51,4 punts, es consolida a la zona que marca creixement, després de situar-se per sota d'aquest llindar en els 10 mesos anteriors. Així mateix, la producció industrial creix, en la mitjana fins al febrer, el 0,8% en relació amb el 4T 2023, un ritme lleugerament superior al del trimestre anterior (el +0,6% intertrimestral). Pel costat del consum, les vendes al detall van repuntar el 0,5% intermensual al febrer, després dels descensos del desembre i del gener. No obstant això, malgrat el repunt, la mitjana del gener i del febrer continua llançant un lleuger descens del 0,3% en comparació amb la mitjana del 4T 2023. El turisme també ha arrencat l'any anotant excel·lents registres. Al febrer, l'arribada de turistes estrangers va augmentar el 15,9% interanual, i la despesa, el 25,8%. D'aquesta manera, tant l'arribada de turistes com la seva despesa se situen àmpliament per damunt dels registres pre pandèmia del febrer del 2019, el 14,4% i el 44,8% per damunt, respectivament.

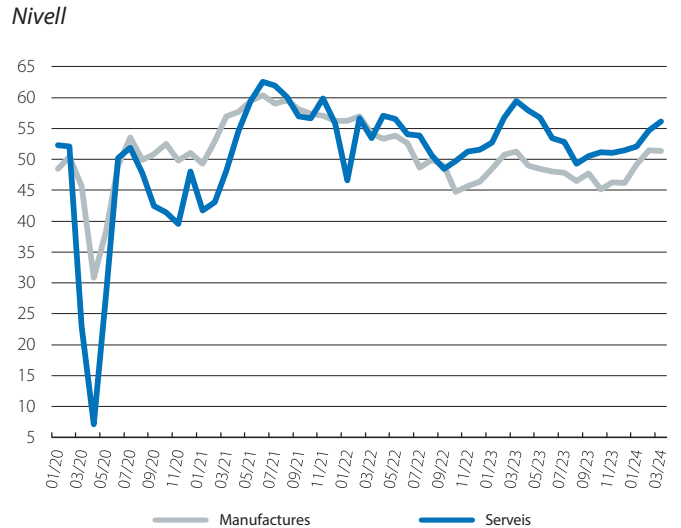
**El mercat laboral manté un dinamisme notable.** Els afiliats a la Seguretat Social van créixer al març en 193.585 persones en relació amb el mes anterior, per damunt de l'habitual en un mes de març (140.000 de mitjana en els mesos de març del període 2014-2019). Corregint per l'estacionalitat, l'ocupació anota una pujada de 77.876 afiliats, de manera que l'augment mitjà mensual en el 1T puja a 63.242 treballadors, xifra superior a la de la mitjana del 4T 2023 (31.248). En el 1T 2024, el ritme de creixement intertrimestral dels afiliats es va intensificar fins al 0,7% (el 0,4% en els dos trimestres anteriors).

### Espanya: PIB Variació intertrimestral (%)



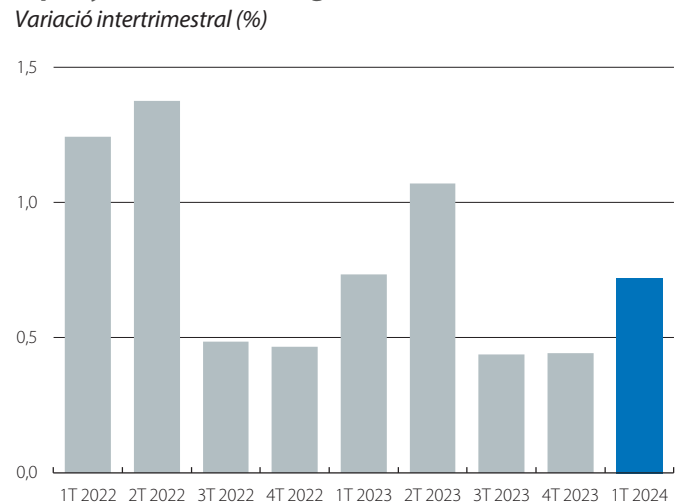
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

### Espanya: PMI Nivell



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

### Espanya: afiliats a la Seguretat Social Variació intertrimestral (%)



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

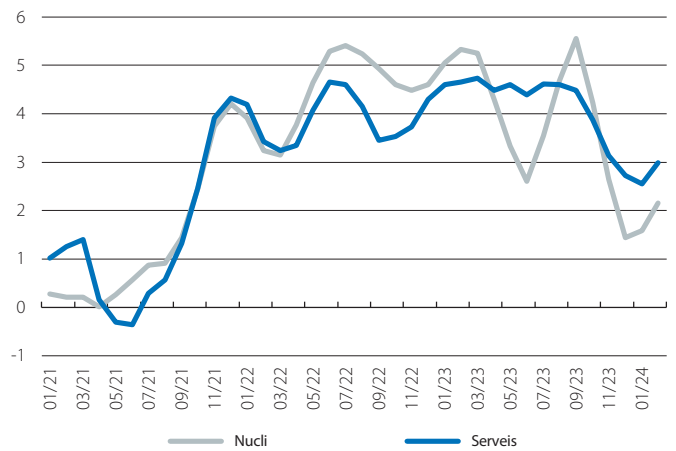
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

**El preu de l'energia i la retirada de les mesures fiscals dominen les dinàmiques de la inflació.** Segons l'indicador avançat de l'IPC, la inflació general va pujar 4 dècimes al març, fins al 3,2%. Aquest repunt és degut, principalment, a l'increment del preu de l'electricitat i dels carburants. Pel costat de l'electricitat, la caiguda del 13,1% intermensual del PVPC va ser compensada amb escreix per l'augment de l'IVA del 10% al 21% al març, que es va produir perquè el preu del mercat majorista es va situar al febrer per sota del llindar dels 45 euros/MWh establert a l'RDL aprovat al desembre. Les previsions actuals del mercat de futurs suggereixen que els preus al mercat majorista no pujaran per sobre dels 45 euros/MWh fins a l'estiu. Si es compleixen aquestes previsions, l'IVA de l'electricitat tornaria al tipus reduït del 10% al juliol. Pel costat dels carburants, el preu del Brent acumula tres mesos de pujades i es va situar al març en una mitjana de 78 euros per barril, la qual cosa va comportar un augment de l'1,9% intermensual del preu de la benzina. Malgrat aquests vaivens, les tendències subjacents apunten al fet que el procés desinflacionista té continuïtat. Al març, la inflació subjacent, que exclou l'energia i els aliments no elaborats, va caure 0,2 p. p., fins al 3,3%, i el *momentum* de la inflació nucli (que exclou l'energia i els aliments) apunta al fet que s'hauria de continuar moderant.

**El dèficit públic va baixar el 2023 al 3,6% del PIB.** La dada representa una millora notable en relació amb el dèficit del 2022 (el 4,7% del PIB), tot i que encara se situa per damunt del nivell previ a la pandèmia (el 3,1% del PIB el 2019). Per administracions, el dèficit de l'Administració central va ser del 2,1% del PIB; el de les comunitats autònomes, del 0,9%; el de la Seguretat Social, del 0,6%, i el de les corporacions locals, del 0,1%. La reducció del dèficit el 2023 va ser deguda al dinamisme dels ingressos públics, que van augmentar el 9,0% en relació amb el 2022, principalment per la fortalesa de la recaptació dels impostos directes i de les cotitzacions, mentre que la despesa total va augmentar el 6,5%, impulsada per la revaloració de les pensions i pel manteniment d'una bona part de les mesures per afrontar el xoc energètic.

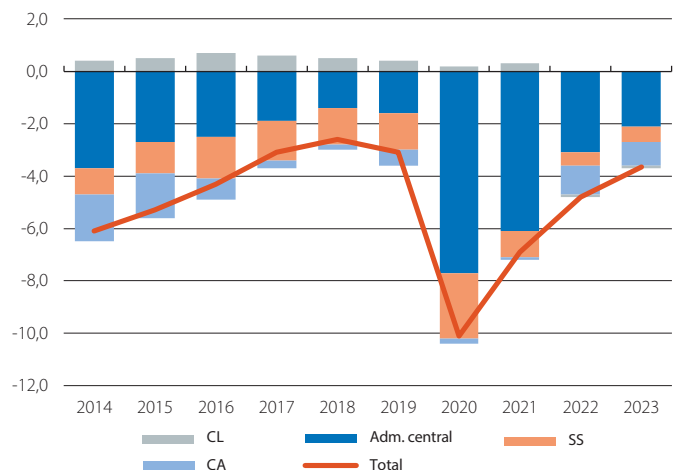
**El sector exterior arrenca l'any amb bon peu.** El dèficit comercial es va situar al gener en 3.729 milions d'euros, xifra inferior al dèficit de 3.956 milions que es va registrar al gener del 2023 (el -5,7% interanual), gràcies a la millora del component no energètic. Així, el dèficit no energètic es va reduir dels 816 milions d'euros del gener del 2023 als 90 milions del gener d'enguany, en un entorn d'avanç de les exportacions, que van créixer l'1,7% interanual, i de caiguda de les importacions, del 0,9% interanual, impulsada per la caiguda en els preus (del -3,9% interanual). En canvi, el dèficit energètic va augmentar fins als 3.639 milions d'euros, des dels 3.140 milions d'un any abans, a causa d'una reducció més marcada de les exportacions que de les importacions (el -41,2% i el -12,3% interanual, respectivament).

**Espanya: momentums de la inflació**  
Variació de l'índex mitjà dels 3 últims mesos sobre els 3 mesos anteriors, anualitzat (%)



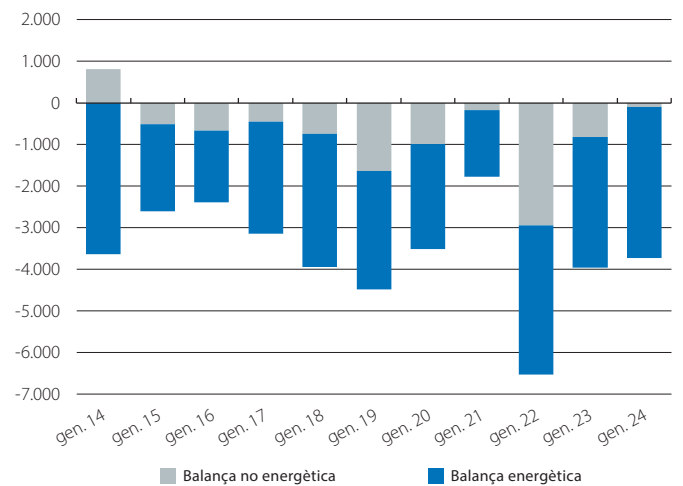
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

**Espanya: saldo de les Administracions públiques**  
(% del PIB)



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

**Espanya: saldo de la balança comercial de béns**  
(Milions d'euros)



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

## El creixement potencial del PIB d'Espanya a mitjà termini

Els quatre últims anys han estat testimonis d'una successió d'esdeveniments que podríem qualificar d'«extremes»: primer, la COVID-19; després, l'esclat de la guerra entre Rússia i Ucraïna, i, més recentment, el conflicte entre Israel i Hamàs. Aquests successos han deixat poc espai per a l'anàlisi de les tendències de fons de la nostra economia. En un conjunt de Focus recents, hem abordat aspectes més estructurals, com l'evolució de la productivitat, tant agregada com sectorial, o l'evolució de la taxa d'atur estructural.<sup>1</sup> En aquest article, ens centrarem en l'anàlisi de l'evolució i de les perspectives del creixement potencial del PIB. Aquesta és una variable clau, ja que apunta al creixement tendencial de la nostra economia. És a dir, quant pot créixer l'economia de manera sostinguda en absència de xocs si s'utilitza tota la capacitat productiva i no es generen

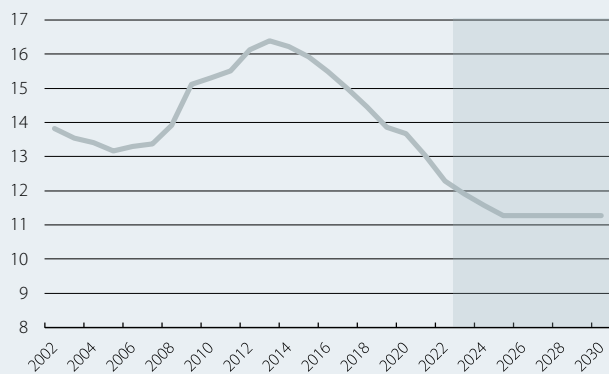
desequilibris. No obstant això, quantificar el PIB potencial d'una economia no és una tasca senzilla. És una variable que no s'observa directament, i la seva estimació està envoltada d'incerteses.

### Com mesurem el PIB potencial?

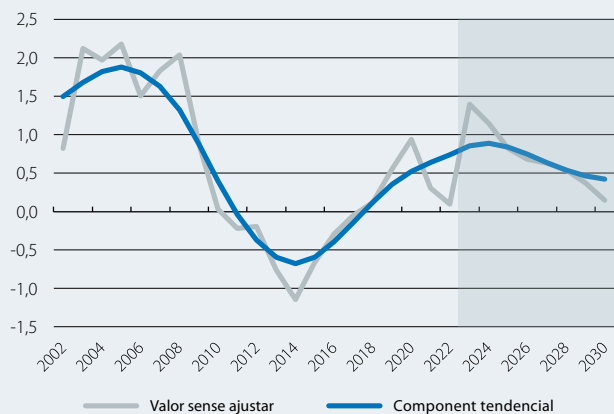
Hi ha diverses maneres d'estimar el PIB potencial. En aquest article, optem per l'òptica de la funció de producció. Segons aquesta metodologia, el PIB es pot modelitzar com una funció d'un conjunt de factors de producció, com el treball, el capital i l'anomenada productivitat total dels factors (PTF).<sup>2</sup> Un cop establerta aquesta relació, es pot mostrar que el creixement del PIB és igual al creixement de la PTF més la suma ponderada del creixement del treball i del capital.<sup>3</sup>

### Espanya: supòsits sobre el creixement dels components del factor treball

**Taxa d'atur estructural**  
(%)

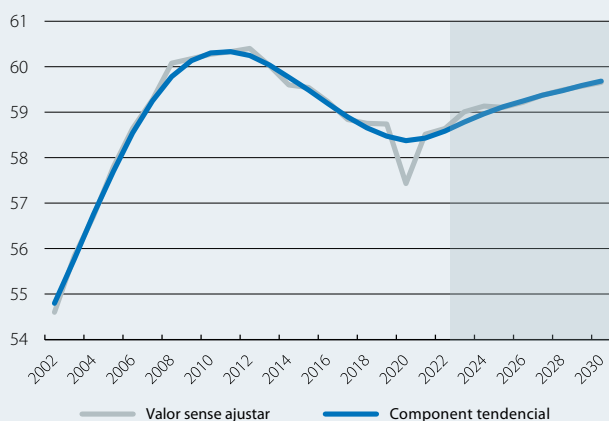


**Població en edat de treballar (16-64 anys)**  
Variació interanual (%)

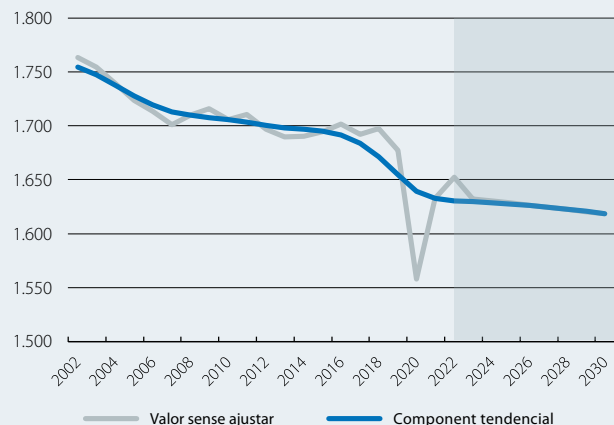


**Taxa d'activitat**

Actius sobre població entre 16 i 64 anys (%)



**Hores anuals treballades per empleat**



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

1. Vegeu els articles «Productivitat a Espanya: molt camí per recórrer», «L'especialització sectorial penalitza la productivitat de l'economia espanyola» i «Com es podria reduir més l'atur estructural a Espanya?», als IM10/2023, IM11/2023 i IM01/2024, respectivament.
2. En aquest article, parlem de tres factors de producció, però la literatura ha analitzat casos més complexos, on es consideren més factors de manera explícita, com, per exemple, el capital humà.
3. La ponderació ve donada pel pes de la renda del treball i del capital sobre el PIB.

El factor treball el mesurem com les hores treballades en l'economia. Al seu torn, les hores treballades es poden descompondre en quatre variables: les hores treballades per empleat, la taxa d'ocupació (que és igual a u menys la taxa d'atur), la taxa d'activitat i la població en edat de treballar (entre els 16 i els 64 anys).<sup>4</sup> Atès que l'objectiu és mesurar el PIB potencial, prenem la taxa d'atur estructural en lloc de la taxa d'atur observada.<sup>5</sup> La descomposició esmentada amb anterioritat permet entendre millor els factors clau que expliquen l'evolució de les hores treballades.

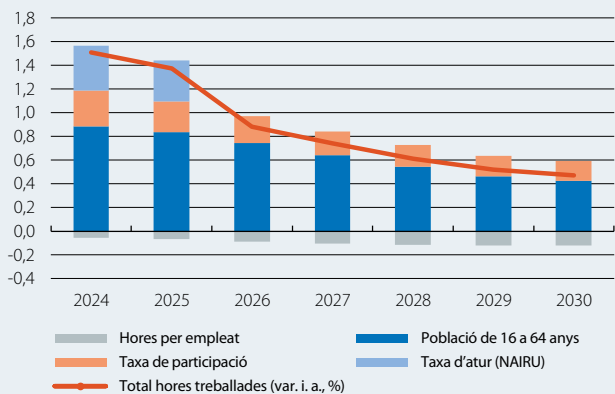
Per la seva banda, el creixement del capital el mesurem acumulant cada any la formació bruta de capital fix sobre l'estoc de capital, després de descomptar la depreciació de l'estoc de capital.<sup>6</sup>

La PTF s'obté com un residu, és a dir, la diferència entre el creixement del PIB real menys la suma ponderada del creixement del factor treball i del capital. La PTF captura tot allò que fa que la producció creixi per damunt del que ho permetria l'acumulació dels factors de producció considerats (treball i capital). En aquest sentit, la PTF captura guanys de productivitat, però també pot capturar altres dinàmiques, com un mesurament inexacte dels factors de producció. En particular, atès que, en el nostre model, el factor treball només té en compte l'evolució de la quantitat d'hores treballades, la nostra estimació de la PTF inclou canvis en la qualitat del factor treball, que, segons altres anàlisis, ha millorat de manera considerable al llarg de les últimes dècades.<sup>7</sup>

Finalment, un cop obtinguda l'evolució de la PTF, del factor treball i del capital, definim els valors potencials de cada variable com el seu component tendencial i, a partir d'aquests valors, estimem l'evolució del PIB potencial.<sup>8</sup> Per descomptat, el PIB observat pot ser menor o major que el PIB potencial. Si el PIB observat se situa per sota del potencial, vol dir que hi ha una infrautilització de la capacitat econòmica, i viceversa. A tall d'exemple, pensem en el període entre el 2009 i el 2012, afectat per la crisi financera i el deute sobirà. Durant aquest període, el PIB potencial va caure, ja que el xoc que va afectar la nostra economia va reduir-ne la capacitat productiva. No obstant això, el PIB observat va caure més que el potencial, la qual cosa suggereix que, més enllà de la pèrdua de la capacitat productiva a la qual va estar sotmesa la nostra economia, va haver-hi, a més a més, una infrautilització dels recursos productius.

4. La taxa d'activitat es defineix com la suma dels aturats i dels empleats sobre la població en edat de treballar (16-64 anys).  
 5. Definim la taxa d'atur estructural com la taxa d'atur compatible amb una inflació pròxima a l'objectiu del banc central. La taxa d'atur estructural no és observable i cal estimar-la.  
 6. La taxa de depreciació l'obtenim a partir de les taxes de depreciació associades a cada subcategoria de l'estoc de capital, ponderant pel pes de cada subcategoria sobre l'estoc total.  
 7. Bontadini *et al.* (2023), «EUKLEMS & INTANTProd: industry productivity accounts with intangibles», ofereix una estimació de l'impacte de l'augment de la qualitat del factor treball.  
 8. Per obtenir el component tendencial, utilitzem el filtre de Hodrick-Prescott.

**Espanya: contribucions al creixement de les hores potencials treballades (p. p.)**



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

En aquest article, ens centrarem en el càlcul del creixement del PIB potencial i no en la determinació del seu nivell. Així, doncs, un creixement del PIB observat major al del PIB potencial pot suggerir que la bretxa entre el PIB observat i el real s'està tancant (perquè hi havia una bretxa negativa) o s'està ampliant (perquè la bretxa ja era positiva) i l'economia s'està sobreescalfant.

**Supòsits sobre l'evolució de les hores treballades**

Quins són els supòsits de creixement dels components que conformen la nostra previsió de les hores treballades?

Al primer gràfic es mostren els supòsits sobre l'evolució de la taxa d'atur estructural, la població en edat de treballar, la taxa d'activitat i les hores treballades per empleat.

Per a la taxa d'atur estructural, prenem la previsió de la Comissió Europea, que arriba fins al 2025 i suposa que la taxa d'atur estructural es redueix fins a l'11,3%. A partir d'aquí, suposem que la taxa es manté plana en aquest nivell, un supòsit que es pot considerar conservador, perquè és plausible que la taxa d'atur estructural es continuï reduint. Per a les dinàmiques de la població en edat de treballar, prenem les projeccions demogràfiques de l'INE (que, per al 2030, per exemple, suposen un creixement del 0,15%). Pel que fa a la taxa d'activitat, suposem un lleuger augment en l'horitzó de projecció, i per a les hores treballades, prenem com a referència la caiguda anual mitjana que es va produir entre el 2014 i el 2019 (el -0,12%).

Atesos aquests supòsits, el segon gràfic mostra la projecció del creixement de les hores treballades entre el 2024 i el 2030 i el desglossament de les contribucions de cada component. Inicialment, les hores treballades es veuen afavorides per una disminució en la taxa d'atur estructural. No obstant això, des del 2026, en assumir que aquesta taxa s'estabilitza, aquest factor s'esvaeix. A partir d'aquí, les tendències demogràfiques adquireixen més relleu i imprimeixen una moderació gradual, però sostinguda, del creixement de les hores treballades, a causa de l'alentiment del creixement de la població en edat de treballar.

### Perspectives de creixement del PIB potencial

El tercer gràfic mostra la comparació entre l'evolució que ha tingut des del començament del mil·lenni el creixement del PIB potencial, segons la nostra estimació, amb la que ha tingut el PIB. Durant la pandèmia del 2020, el creixement del PIB potencial va experimentar una caiguda, tot i que va ser inferior a la del PIB observat.<sup>9</sup> Aquesta caiguda més continguda s'atribueix al fet que, segons el nostre model, l'intens descens de les hores treballades i de la inversió es considera un esdeveniment puntual. A partir del 2021, el creixement del PIB potencial s'ha recuperat, i estimem que va assolir el seu màxim el 2023.

Al quart gràfic presentem les nostres projeccions per al creixement del PIB potencial del 2024 al 2030 i detallem la contribució dels diferents factors. En conjunt, esperem que el creixement potencial de l'economia oscil·li al voltant de l'1,7% entre el 2024 i el 2026 i que disminueixi de forma gradual fins a assolir l'1,3% el 2030. La nostra previsió suposa un retorn ràpid del creixement de la PTF cap a la seva mitjana històrica del 0,7% anual al llarg de l'horitzó de projecció. Observem una disminució progressiva de la contribució del factor treball, a causa dels factors demogràfics comentats més amunt, que es compensa de manera parcial amb una millora de l'aportació del capital. Després del baix nivell d'inversió que s'ha produït entre el 2021 i el 2023, esperem una certa recuperació en els propers anys, la qual cosa hauria d'impulsar la contribució del factor capital al creixement. La nostra previsió de creixement del PIB potencial a mitjà termini de l'1,3% és similar a la que ofereixen altres institucions. Així, per exemple, el Banc d'Espanya estima un creixement potencial de l'1,1% el 2030 en absència dels fons europeus NGEU, però, si es tenen en compte els fons NGEU, augmenta la previsió fins a una forquilla entre l'1,3% i l'1,9%, en funció dels supòsits sobre l'impacte dels fons. Per la seva banda, l'AIREF estima un creixement potencial de l'1,3% a mitjà termini (a partir del 2028).<sup>10</sup>

La incertesa que envolta les previsions de creixement del PIB potencial és alta a causa de diversos factors, que van des de qüestions tècniques en el mesurament i en l'especificació del model fins a supòsits subjacents a les previsions. Per exemplificar la incertesa sobre l'últim punt, considerem dos exercicis de sensibilitat.

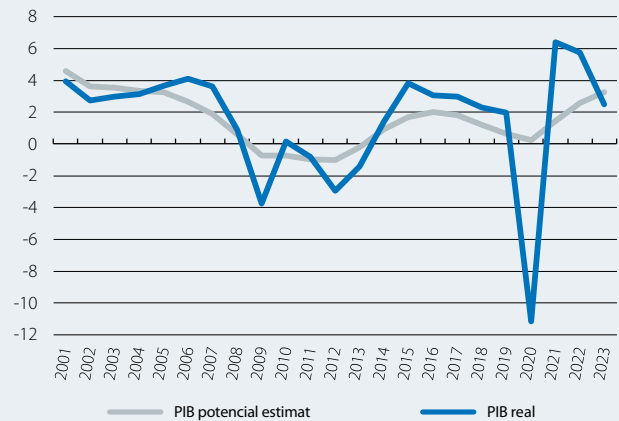
- El primer examina l'efecte que tindria una major reducció de la taxa d'atur estructural. En concret, si suposem que es continua reduint més enllà del 2025, a una taxa de 0,3 p. p. cada any,<sup>11</sup> aquest canvi duria la taxa d'atur estructural una mica per sota del 10% el 2030 i incrementaria el creixement potencial de l'economia en 0,2 p. p., fins a l'1,5%, el 2030.

9. El Banc d'Espanya i la Comissió Europea obtenen resultats similars. El Banc d'Espanya estima un creixement potencial del PIB el 2020 al voltant del 0,0% (vegeu Cuadrado, P. et al. (2022), «El crecimiento potencial de la economía española después de la pandemia», núm. 2.208, Banc d'Espanya), i la Comissió, del 0,3%.

10. Vegeu Cuadrado, P. et al. (2022), «El crecimiento potencial de la economía española después de la pandemia», núm. 2.208, Banc d'Espanya, i l'«Informe sobre las líneas fundamentales de los presupuestos de las administraciones públicas 2024», de l'AIREF.

### Espanya: PIB vs. PIB potencial

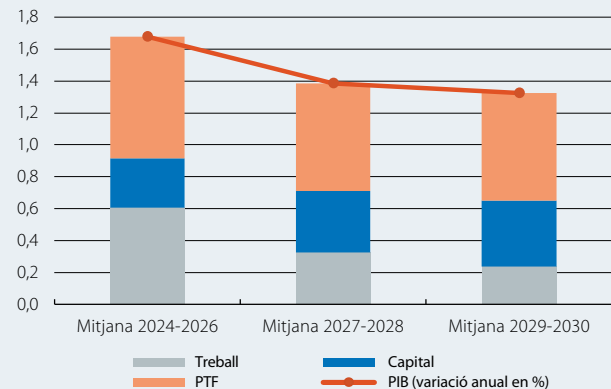
Variació anual (%)



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

### Espanya: creixement potencial del PIB, contribucions

(p. p.)



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

- El segon exercici considera un escenari amb un ritme de creixement de la inversió més intens.<sup>12</sup> En concret, se suposa que la inversió creix 1 p. p. més a l'any fins al 2030. Si es materialitzés aquest escenari, el creixement potencial del PIB augmentaria de manera gradual i, el 2030, se situaria en l'1,5%. Aquest increment podria ser superior si, a més a més, es tingués en compte l'efecte que això podria tenir sobre el creixement de la productivitat de l'economia.

En resum, preveiem que el creixement potencial de l'economia espanyola se situarà en una mitjana de l'1,7% entre el 2024 i el 2026. A partir d'aquí, però, considerem que s'anirà moderant, a causa de factors demogràfics, fins a assolir l'1,3% el 2030. Atesa la perspectiva d'un creixement potencial moderat a mitjà termini, és peremptori plantejar reformes estructurals que impulsin la inversió, que millorin l'eficiència del mercat laboral i que fomentin un major creixement de la productivitat.

Oriol Carreras

11. Aquest ritme és similar a la reducció mitjana anual de la taxa d'atur estructural observada en el període 2014-2019 (de 0,4 p. p. per any).

12. Aquest comportament més positiu es podria explicar per un major impacte del que es preveia en l'actualitat dels fons NGEU sobre l'economia.



## Innovació a Espanya: una mica per sota de la UE

La innovació és una variable clau per augmentar el creixement de potencial de les economies. En aquest article, analitzem l'evolució a Espanya de l'índex d'innovació construït per la Comissió Europea per aclarir una mica aquesta qüestió. Aquest índex<sup>1</sup> es construeix a partir de 32 indicadors agrupats en 12 dimensions, com ara: atracció de talent, inversió en recerca i desenvolupament, i ús de tecnologies de la informació. El 2023, de les 38 economies europees analitzades, el valor més baix de l'índex el presentava Ucraïna (índex de 33 punts) i el més alt, Suïssa (índex de 151 punts). Així mateix, la mitjana de l'índex a la UE, de 108,5 punts el 2023,<sup>2</sup> se situava l'11% per sota dels EUA, el paradigma de la innovació.

### Espanya en comparació amb la UE: hi ha marge de millora

El 2023, l'índex d'innovació a Espanya es va situar en els 96 punts, l'11% per sota de la mitjana de la UE. Set anys enre, quan es va introduir aquest índex, Espanya se situava el 13% per sota de la mitjana comunitària, així que, malgrat que hem reduït una mica la bretxa amb la zona de l'euro, encara estem per sota. En relació amb els nostres principals parells europeus, el 2023, l'índex a Espanya se situava el 15% per sota dels nivells de França, el 25% per sota d'Alemanya i l'1% per sota d'Itàlia, però el 4% per damunt de Portugal.

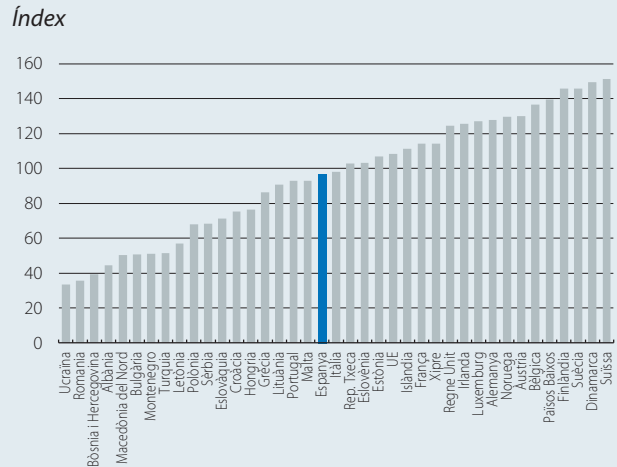
Constatades aquestes dades, per què Espanya se situa en innovació una mica per sota de la UE i dels nostres principals socis europeus? Per respondre aquesta pregunta, comparem Espanya amb la mitjana europea el 2023 en algunes dimensions clau de l'índex d'innovació.

Els resultats, que es poden observar al tercer gràfic, mostren que Espanya està clarament millor que la UE en la fracció de treballadors amb competències digitals avançades i relativament a prop en ocupació en feines intensives en coneixement. En canvi, dues dimensions on hem de millorar (ja que ens trobàvem molt enrere) és en el grau d'innovació en pimes i en despesa en R+D invertida pel sector privat. El fet que Espanya estigui comparativament millor en competències digitals avançades i en ocupació tecnològica injecta un missatge esperançador de cara a reduir la bretxa amb Europa. En qualsevol cas, però, tres reflexions són ineludibles.

Primer, és essencial que no hi hagi *skill mismatches*, de manera que s'aconsegueixi aparellar aquestes habilitats amb llocs de treball amb un potencial innovador elevat.

1. L'índex normalitza per la dimensió poblacional de cada país o de cada regió perquè els resultats no es vegin determinats per la població.  
 2. 100 el 2016. Les mitjanes de la UE són sempre ponderades pel pes poblacional de cada país.  
 3. El 76% de les empreses reporten una bretxa d'habilitats entre el que les seves organitzacions necessiten i la formació que ofereix el sistema universitari. Al mateix temps, el 79% de les empreses informen d'una bretxa d'habilitats entre els candidats amb formació professional. Vegeu Canals, J. (2020), «Changes in the portfolio of skills needed by Spanish companies following COVID-19».

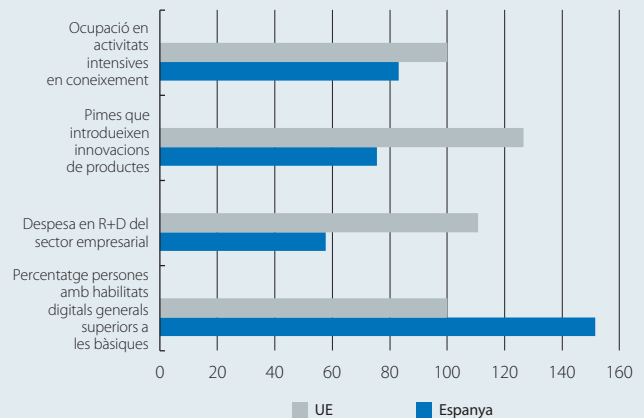
### Índex d'innovació 2023: comparativa europea



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

### Subpilars índex innovació: comparativa Espanya vs. UE

Ràtio entre Espanya i la UE (%)



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

Fins a la data, l'evidència indica que alinear les habilitats de l'oferta de treball amb el que demanen les empreses és una assignatura pendent de l'economia espanyola.<sup>3</sup> Segon, és essencial una major inversió en R+D per fer el salt qualitatiu al qual aspirem. I, tercer, és imprescindible que, en un país en què les pimes són una part molt important del teixit productiu, els avanços en innovació es difonguin àmpliament pel teixit empresarial i que les pimes guanyin escala.<sup>4</sup>

Javier García Arenas

(Vegeu una versió estesa d'aquest article a [caixabankresearch.com](http://caixabankresearch.com))

4. A Espanya, el nivell de productivitat de les grans empreses és més del doble que el de les microempreses. A més a més, diversos estudis destaquen que les grans empreses tenen una major propensió a invertir en actius intangibles. No obstant això, el pes de les empreses de dimensió mitjana o gran a l'economia espanyola és menor que en altres països. A Espanya, al voltant del 35% de l'ocupació es concentra en empreses de més de 50 empleats, una proporció que se situa en el 66% a Alemanya.

## L'economia espanyola continua reduint el deute extern

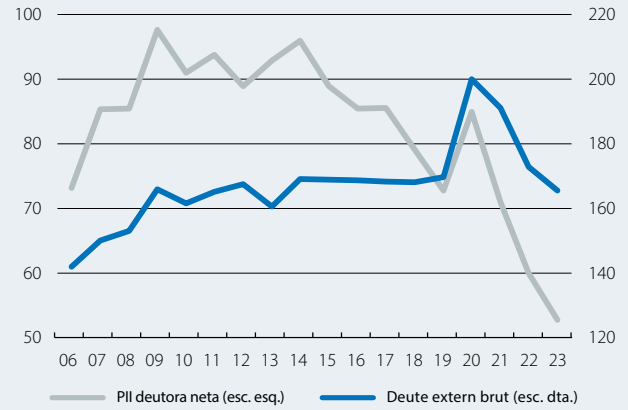
Un cop superat el xoc de la pandèmia, l'economia espanyola ha reprès la senda de correcció d'un dels seus desequilibris tradicionals, l'endeutament extern, a la qual està contribuint l'elevada capacitat de finançament que ha estat capaç de mantenir. En aquest sentit, Espanya no solament acumula 12 anys consecutius amb capacitat de finançament, sinó que, a més a més, el 2023, va assolir un nou màxim històric (el 3,7% del PIB vs. l'1,5% de l'any anterior),<sup>1</sup> com a resultat dels superàvits anotats per les balanques corrent i de capital (el 2,6% i l'1,1%, respectivament): en el primer cas, reflecteix la competitivitat creixent del nostre teixit productiu, mentre que en el superàvit de la balança de capital estan impactant els fons europeus vinculats al programa NGEU. Fins i tot amb l'esclat de la pandèmia i amb la crisi energètica posterior, l'economia espanyola va aconseguir mantenir la capacitat de finançament, la qual cosa mostra el caràcter estructural de la millora del desequilibri extern.

A conseqüència de l'anterior, l'any passat es va continuar reduint el saldo deutor de la posició d'inversió internacional neta (PIIN) d'Espanya, que mesura la diferència entre els actius i els passius financers en relació amb la resta del món, fins als 771.383 milions d'euros, el 52,8% del PIB, el millor registre des del 2003 (el 60,0% el 2022). Malgrat que continua sent un nivell alt, que supera àmpliament el lílndar del 35,0% fixat per la Comissió Europea en el procediment de desequilibri macroeconòmic (PDM),<sup>2</sup> és molt destacable la reducció acumulada en els últims anys: ni més ni menys que 45 punts des del màxim del 2009.

Un esment especial mereix la notable reducció de la PIIN deutora del Banc d'Espanya, que va passar del 18,5% del PIB el 2022 al 8,7% un any després. Aquest comportament va estar condicionat pel final de les compres d'actius del BCE,<sup>3</sup> de manera que s'ha començat a desfer l'efecte negatiu que, mecànicament, havien generat aquestes compres en el període 2015-2022 sobre la PII del Banc d'Espanya, a través de la seva posició en relació amb l'Eurosistema, i pels desemborsaments procedents dels fons NGEU.<sup>4</sup>

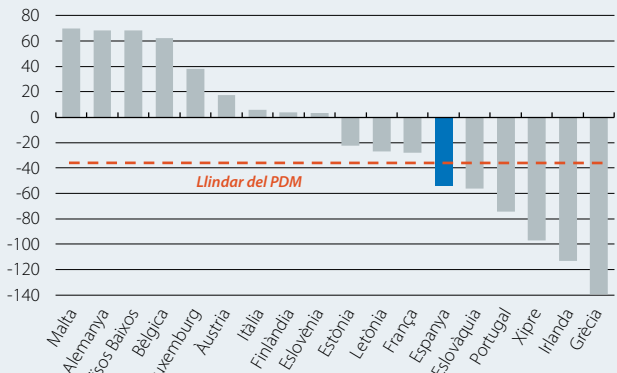
1. En canvi, en el període 2000-2008, l'economia va registrar una necessitat de finançament del 5,6% del PIB en mitjana anual.  
 2. L'objectiu d'aquest mecanisme de supervisió és prevenir i corregir els desequilibris macroeconòmics als països de la UE.  
 3. Les compres netes van finalitzar el 2022, tant per al Programa de Compres d'Emergència enfront de la Pandèmia (PEPP, per les sigles en anglès) com per al Programa de Compra d'Actius (APP), mentre que les brutes ho van fer al llarg del 2023 per a l'APP.  
 4. En un primer moment, l'arribada de fons en forma de subvenció té un impacte sobre el compte financer del Banc d'Espanya (disminució dels passius) i de les AP (augment dels passius). Vegeu <https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/docs/notaNGEU.pdf>.

**Espanya: PII deutora neta i deute extern brut (% sobre el PIB)**



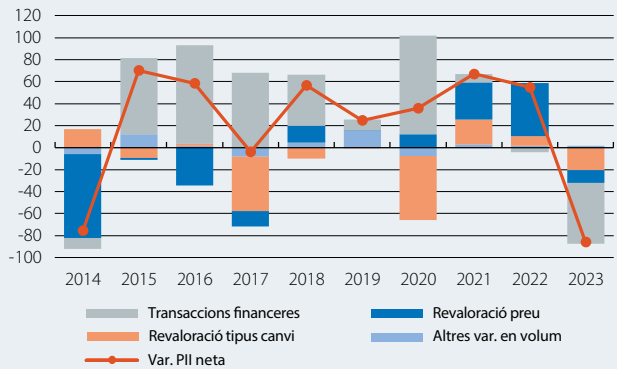
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.

**Zona de l'euro: PII neta (% del PIB)**



Nota: Dades del 3T 2023.  
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Espanya: variació anual de la PII neta per components\* (Milers de milions d'euros)**



Nota: \* Sense el Banc d'Espanya.  
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.

Si excloem el Banc d'Espanya, el saldo deutor de la PIIN de l'economia es va incrementar el 2023 en 85.723 milions d'euros, situació que no es donava des del 2017, fins a un total de 644.104 milions. Aquest deteriorament va procedir d'uns efectes nets de valoració que van resultar negatius (per variacions en els tipus de canvi i/o en els preus) i, sobretot, de l'import negatiu de les transaccions financeres amb l'exterior. És a dir, l'augment net dels passius en relació amb l'exterior va ser superior al dels actius (entrada neta de capitals) (vegeu el gràfic 3). Pel que fa als efectes de valoració, els tipus de canvi van tenir un impacte negatiu més intens sobre els actius, a causa, principalment, de la depreciació del dòlar, molt intensa en l'últim tram de l'any. En el cas dels preus, el seu augment va afectar més els passius, atès el seu major volum.

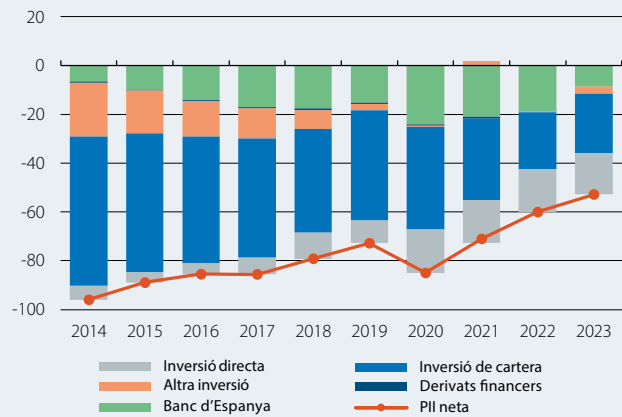
Per instruments financers, llevat dels derivats, tots van ampliar en volum el saldo deutor el 2023, sobretot la inversió de cartera, a causa de l'impacte dels preus i de les transaccions financeres negatives amb l'exterior (els passius van créixer més que els actius). En el cas de la inversió directa,<sup>5</sup> el deteriorament va ser degut, principalment, a l'impacte del tipus de canvi,<sup>6</sup> mentre que, en l'altra inversió,<sup>7</sup> va ser el resultat, fonamentalment, de les entrades netes de capitals.

Per sectors, només els altres sectors residents (ASR) van reduir el saldo deutor en volum, i ho van fer de manera notable en registrar el menor saldo des del 2000. En canvi, van empitjorar la seva posició tant les Administracions públiques (AP) com, en especial, les institucions financeres monetàries (IFM), que van passar d'un saldo creditor a un deutor.

Pel que fa al deute extern brut,<sup>8</sup> va reprendre la senda alcista que s'havia trencat el 2022 i va créixer amb intensitat en volum, fins als 2,419 bilions d'euros, des dels 2,327 bilions de l'any anterior. No obstant això, arran del creixement del PIB nominal, la ràtio de deute sobre el PIB es va continuar reduint fins al 165,5% (el 172,8% anterior) i va millorar, fins i tot, els registres prepanidèmia (el 169,7% el 2019). Per sectors, la reducció del deute brut es va concentrar a les AP (el 44,0% del PIB, amb prou feines 1 dècima menys que el 2022), als ASR (el 20,3% vs. el 21,6%) i, sobretot, al Banc d'Espanya (el 36,3% vs. el 46,9%). En aquest

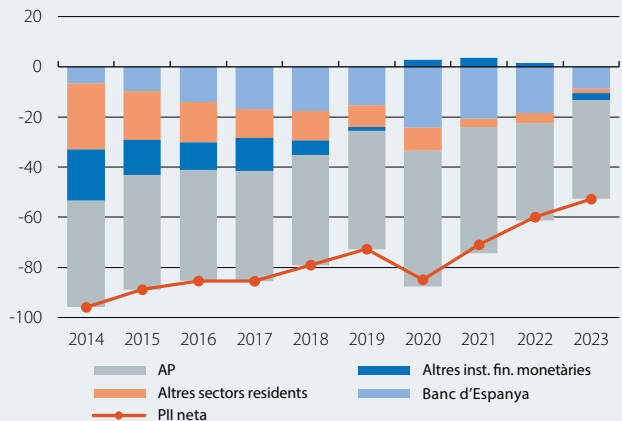
5. Accions i altres formes de participació, beneficis reinvertits, inversions en immobles i finançament entre empreses relacionades.  
 6. No obstant això, atès l'augment notable del PIB nominal (el 8,6%), el saldo deutor de la inversió directa en termes de PIB va millorar lleugerament l'any passat (el 16,8% vs. el 17,4% del 2022).  
 7. Fonamentalment, préstecs, repos i dipòsits.  
 8. Comprèn el saldo de tots els passius que generen obligacions futures de pagament (principal, interessos o tots dos), és a dir, està compost pels instruments financers inclosos als passius de la PII, llevat dels de renda variable (accions, altres participacions de capital i participacions en fons d'inversió) i dels derivats financers.  
 9. Banc d'Espanya (2023), Informe de Estabilidad Financiera, tardor.

**Espanya: PII neta per instruments financers**  
(% del PIB)



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

**Espanya: PII neta per sectors institucionals**  
(% del PIB)



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

últim cas, un cop conclusa la compra de deute públic per part de l'Eurosistema, una part del deute va deixar d'estar en mans del Banc d'Espanya i es va tornar a comptabilitzar en mans de no residents. En canvi, el deute de les IFM va créixer gairebé 6 punts, fins al 46,4% del PIB, la ràtio més alta des del 2012, a causa de l'entrada de capitals canalitzada, principalment, en forma de dipòsits.

A més de la clara senda descendent que presenta l'endeutament extern, una altra notícia positiva que contribueix a mitigar la vulnerabilitat de l'economia davant possibles xocs als mercats financers, en especial en un context de tipus d'interès alts, és la composició d'aquests passius: predominen els emesos pel sector públic (el 48% correspon a deute de les AP i del Banc d'Espanya), a llarg termini, a tipus d'interès fix i denominats en euros, de manera que es redueixen els riscos de refinançament, de tipus d'interès i de tipus de canvi.<sup>9</sup>

Sergio Díaz Valverde

## La balança de rendes es ressent de la pujada de tipus d'interès

La balança per compte corrent va mostrar una gran millora el 2023. Després d'anotar un superàvit del 0,6% del PIB el 2022, el 2023, el superàvit va augmentar fins al 2,6%. Totes les subbalances van contribuir a aquesta millora, llevat de la de rendes, el dèficit de la qual es va ampliar fins a l'1,5% del PIB, el nivell més elevat dels 10 últims anys. En aquest article, entrarem en el detall de la balança de rendes i analitzarem els motius que n'expliquen el deteriorament en aquest últim any. Tal com veurem, el deteriorament de la balança de rendes ha anat molt lligat a l'augment dels tipus d'interès que va tenir lloc el 2022 i el 2023.

### Què comptabilitza la balança de rendes?

La balança de rendes és un component de la balança de pagaments d'una nació que comptabilitza els fluxos dels rendiments del treball i del capital, a més de les transferències sense contrapartida.<sup>1</sup> Es divideix en dos subcomponents:

- Renda primària: comptabilitza els ingressos i els pagaments de la remuneració al capital i al treball nacional empleat a l'estranger i viceversa. Per exemple, la renda primària recull com a ingrés els salaris dels treballadors transfronterers espanyols i els rendiments de les inversions espanyoles a l'estranger. En canvi, els rendiments de les inversions d'estrangers a Espanya comptabilitzen com a despesa.
- Renda secundària: registra les transferències sense contrapartida. Per exemple, les remeses dels treballadors estrangers als seus països d'origen o les transferències públiques als organismes internacionals, com les contribucions anuals als pressupostos de la UE.

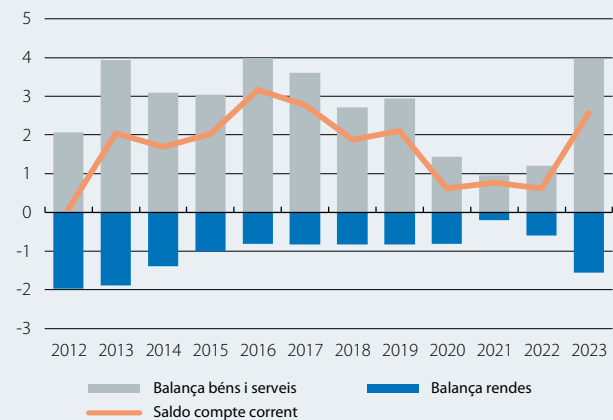
### Origen del dèficit de la balança de rendes

A Espanya, la balança de rendes mostra un dèficit estructural històric, molt vinculat a la posició deutora de l'economia espanyola amb l'exterior. La magnitud del dèficit ha fluctuat al llarg dels anys i va assolir un màxim del 4,2% del PIB el 2008. De llavors ençà, s'ha produït una millora i una estabilització remarcables, amb una mitjana de dèficit anual del 0,8% del PIB des del 2014 fins al 2022. No obstant això, el 2023 ha conclòs amb un deteriorament notable de la balança de rendes, el dèficit de la qual ha pujat fins a l'1,5% del PIB des del 0,6% del PIB del 2022, situació que contrasta amb el funcionament excepcional de la balança de béns i de serveis.<sup>2</sup>

Tal com ho mostra el segon gràfic, les rendes primàries són la principal font de volatilitat dins el saldo de la balan-

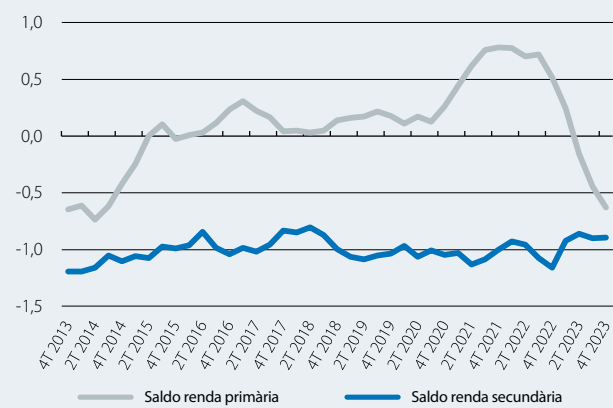
1. Per a una informació més detallada, consulteu la [Nota metodològica ES \(bde.es\)](#) publicada pel Banc d'Espanya.  
 2. Per a més detalls sobre el funcionament del compte corrent el 2023, vegeu el Focus «[La balança per compte corrent espanyola en perspectiva europea](#)», a l'IM03/2024.

**Espanya: balança per compte corrent**  
(% del PIB)



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

**Espanya: composició de la balança de rendes**  
(% del PIB) \*



Nota: \* Dades acumulades de 4 trimestres.

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

ça de rendes, mentre que el saldo de la renda secundària ha estat molt estable. De la mateixa manera, observem que el deteriorament de la balança de rendes del 2023 ha derivat de l'empitjorament de la balança de renda primària, el saldo de la qual ha estat negatiu (el -0,63% del PIB vs. el +0,5% del PIB el 2022) per primera vegada des del 2016, de manera que ha estat responsable de la totalitat del deteriorament de la balança de rendes.

Si posem el focus sobre la renda primària, es compon de tres elements: les rendes de la inversió, les rendes del treball i altres rendes primàries. Les rendes de la inversió conformen la major part dels fluxos de la balança de rendes, representen el 87% dels ingressos i el 95% dels pagaments (mitjana del 2014-2019) i són les causants del deteriorament del saldo de la renda primària el 2023. Així, el saldo de les rendes d'inversió ha passat del 0,07% del PIB el 2022 al -1,0 del PIB el 2023.

Descendint en l'anàlisi, al tercer gràfic, mostrem el saldo, en percentatge del PIB, de les rendes d'inversió desglossat en funció dels seus quatre components: les rendes d'inversió directa, les rendes d'inversió de cartera, les rendes d'actius de reserva i altres rendes d'inversió.<sup>3</sup>

Tot i que les rendes d'inversió directa i les d'inversió de cartera conformen, habitualment, la major part dels fluxos de les rendes d'inversió, el deteriorament observat en l'últim any en el saldo total de les rendes d'inversió no és atribuïble a elles, perquè els seus saldos s'han mantingut relativament estables. El deteriorament de la balança de rendes és atribuïble gairebé de forma exclusiva al deteriorament de les «altres rendes d'inversió», que inclouen, majoritàriament, els pagaments i els ingressos d'interessos en dipòsits, els repos i els préstecs, i que ha passat d'un dèficit del 0,2% del PIB al final del 2022 a un dèficit de l'1,01% del PIB al final del 2023.

**El dèficit i els tipus d'interès**

Aquest deteriorament en la balança d'altres rendes d'inversió en l'últim any està fortament vinculat a dos elements: el canvi en la política monetària europea dels dos últims anys i l'augment de la posició deutora de l'economia espanyola enfront de l'exterior en altres inversions, atesa l'entrada de capitals produïda el 2023, la qual cosa ha comportat un major impacte de la pujada dels tipus d'interès sobre els pagaments a l'exterior que sobre els ingressos.<sup>4</sup>

Com es pot observar a l'últim gràfic, el balanç de les altres rendes d'inversió respon de manera inversa als canvis en els tipus d'interès: quan pugen els tipus d'interès, augmenta el dèficit de les altres rendes d'inversió. Això té sentit, perquè els conceptes inclosos en «altra inversió» són els més sensibles als canvis en els tipus d'interès, ja que repercuteixen sobre els interessos que cal pagar en els préstecs comercials i en els dipòsits. Així mateix, s'observa que la translació de l'impacte de la pujada dels tipus d'interès sobre les altres rendes d'inversió ha estat força ràpida. Segons la nostra estimació, el saldo de les altres rendes d'inversió es veu afectat per canvis en l'euríbor que tenen lloc durant l'any en curs i un any enrere, però els canvis que van tenir lloc fa dos anys o més deixen de tenir un impacte.<sup>5</sup> D'aquesta manera, un augment d'1 p. p. de l'eu-

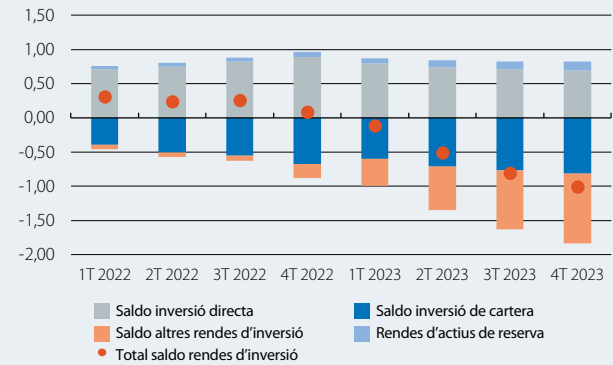
3. Les rendes d'inversió directa inclouen les remuneracions derivades d'empreses estrangeres exercint la seva activitat en territori nacional i viceversa. Les rendes d'inversió en cartera inclouen tots els fluxos monetaris amb l'exterior de rendibilitats associades a les accions i a les participacions en fons d'inversió i en títols de deute.

4. Per a més informació sobre l'evolució de la posició d'inversió internacional neta d'Espanya, vegeu el Focus «L'economia espanyola continua reduint el seu deute extern», en aquest mateix Informe Mensual.

5. Realitzem una regressió de la variació del saldo de les altres rendes d'inversió (acumulat de quatre trimestres) sobre la variació de l'euríbor a 12 mesos en el trimestre en curs, el retard de quatre trimestres i el retard de vuit trimestres. Tots els coeficients són estadísticament significatius, menys el del retard de vuit trimestres.

**Espanya: composició del saldo de rendes d'inversió**

(% del PIB)



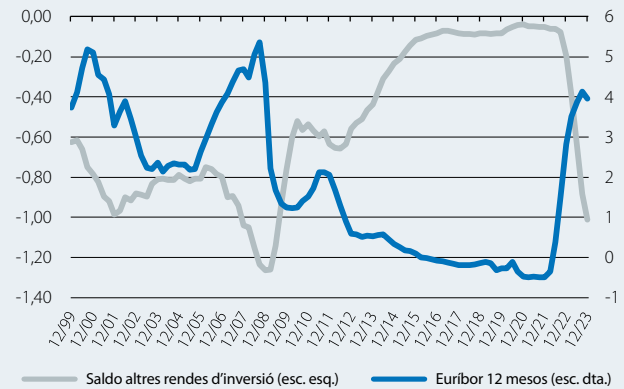
Nota: Acumulat de 4 trimestres.

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

**Espanya: balança altres rendes d'inversió vs. tipus d'interès**

(% del PIB)

(Euríbor 12 mesos)



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

ríbor comportaria un deteriorament gradual del saldo de les altres rendes d'inversió que arribaria als 0,15 p. p. l'any següent a l'augment de l'euríbor. A partir d'aquí, però, el saldo s'estabilitzaria.

En definitiva, la pujada de tipus que ha efectuat el BCE durant el 2022 i el 2023 ha afectat de manera negativa la balança de rendes del nostre compte corrent. No obstant això, atesa la ràpida velocitat de translació dels moviments de tipus al saldo de la balança de rendes, cal esperar que, en el supòsit que el BCE comenci a abaixar els tipus de manera gradual a partir de mitjan 2024, el deteriorament de la balança de rendes s'hauria de frenar el 2024 i s'hauria de començar a corregir el 2025.

Erik Solé Vives

## Un any excepcional per al sector de la restauració a Espanya

El sector turístic ha estat font de bones notícies per a l'economia espanyola des del final de les restriccions a la mobilitat i a la interacció social el 2022. Després de ser un dels sectors més afectats per les conseqüències de la pandèmia, el turisme espanyol ha experimentat una recuperació ràpida, que es va completar el 2023. En paral·lel, i beneficiat per aquesta extraordinària reactivació del turisme, el sector de la restauració també destaca com un dels més dinàmics. El sector va facturar prop de 100.000 milions d'euros el 2023, una xifra rècord, que representa un creixement del 9,2% en relació amb el 2022 i que supera en un 6% les vendes del 2019. A més a més, la restauració va marcar també màxims en el nombre d'afiliats, després d'ocupar 1,4 milions d'empleats el 2023, el 4,5% més que el 2022. No obstant això, la pandèmia ha forçat un cert procés de consolidació en els últims anys, ja que hi ha el 8% menys d'empreses de restauració actives, unes 232.000 empreses el 2023 que es distribueixen en 263.500 establiments, on predominen els bars i les cafeteries (el 62% del total).

Els indicadors de consum a partir de dades internes de despesa amb targeta confirmen aquesta dinàmica al sector de la restauració.<sup>1</sup> Tal com es pot observar als gràfics adjunts, la despesa en restauració va patir una caiguda considerable a causa de les restriccions de la pandèmia

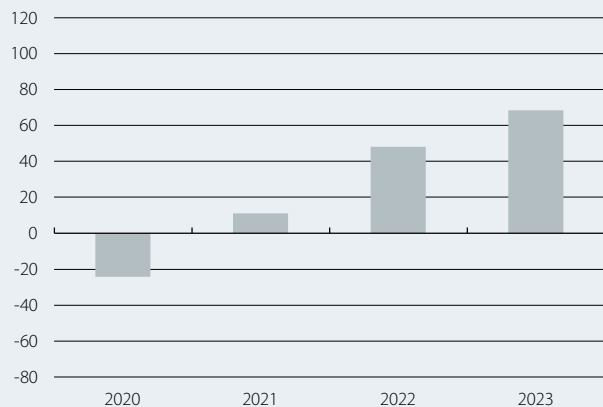
(sobretot en les targetes estrangeres, a conseqüència de les restriccions a la mobilitat), però, des de mitjan 2021, la despesa amb targetes espanyoles (i, des del final del 2021, les estrangeres) ja supera els nivells del 2019. El 2023, la despesa ha continuat creixent amb força, sobretot la realitzada pels turistes estrangers. Aquest creixement reflecteix també l'augment de preus al sector (el 6,6% de mitjana el 2023), que, en gran part, ha traslladat els increments de costos que ha experimentat –cal no oblidar que la restauració ha estat exposada als increments del preu de l'energia i, sobretot, dels aliments.

Fins a quin punt aquesta recuperació del sector ha estat impulsada per l'auge del turisme internacional el 2023? Segons les dades internes, el 28% dels locals de restauració depenen de la despesa turística, i el 10% d'aquests locals depenen del turista internacional.<sup>2</sup> Òbviament, la situació no és homogènia entre regions. La dependència del turista internacional és especialment elevada a les províncies amb més atractiu fora de les nostres fronteres: les Balears, Màlaga, Las Palmas i Santa Cruz de Tenerife serien les províncies més beneficiades, ja que, com a mínim, el 35% de la seva despesa procedeix de targetes estrangeres (en el cas de les Balears, més del 55%). Pel que fa a la despesa del turista domèstic,<sup>3</sup> el patró no és tan clar com en el cas de la internacional, però cal desta-

### Espanya: Indicador de Consum CaixaBank. Despesa en restauració el 2023

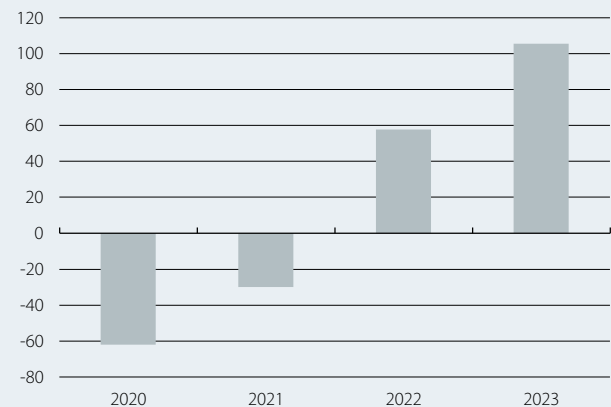
#### Targetes espanyoles

Variació en relació amb el mateix període del 2019 (%)



#### Targetes estrangeres

Variació en relació amb el mateix període del 2019 (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes de despesa amb targeta al sector de la restauració.

1. L'Indicador de Consum de CaixaBank Research segueix l'evolució del consum a Espanya mitjançant tècniques de *big data*, a partir de dades internes degudament anonimitzades, a través de la despesa amb targetes emeses per CaixaBank, de la despesa als TPV de CaixaBank i dels reintegraments en caixers de CaixaBank. Per a més detalls sobre la metodologia, vegeu [https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2023/11/13/49/Nota%20Metodologica\\_RTE.pdf](https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2023/11/13/49/Nota%20Metodologica_RTE.pdf).

2. Es considera que un establiment depèn del turisme si la despesa de turistes domèstics o estrangers representa, com a mínim, el 33% de la facturació total anual.

3. Es considera despesa del turista domèstic les despeses amb targeta que es realitzen fora de la província on resideix el titular de la targeta emesa per CaixaBank.

car els casos d'Àvila, de Sòria, de Zamora, de Segòvia o de Terol, on la despesa del turista espanyol representa, com a mínim, el 50% del total de la despesa en restauració a la província.

Cal assenyalar que la major part de la despesa en restauració es concentra en els mesos de la temporada estival, ja que, com a mínim, el 30% de la facturació del sector es produeix entre els mesos de juliol i setembre. De nou, l'heterogeneïtat entre províncies és força elevada. Destaca la forta estacionalitat dels ingressos del sector a les Balears, a Girona i a Cantàbria, amb més de la meitat dels ingressos anuals en aquests tres mesos de l'any. En canvi, Còrdova, Sevilla, Saragossa, Madrid o les Canàries, entre d'altres, amb prou feines concentren entre el 30% i el 35% del total dels seus ingressos en aquests mesos de l'any.

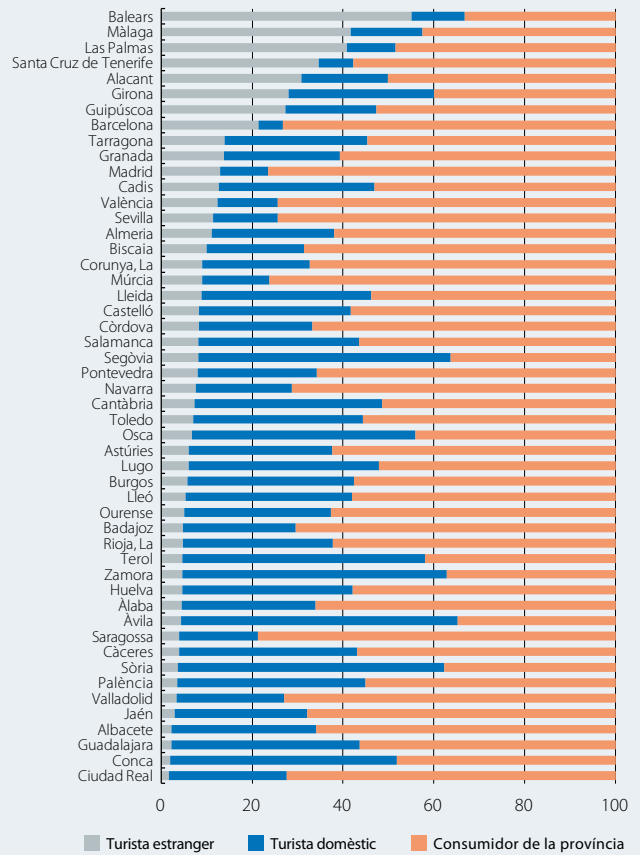
**Perspectives per als propers mesos**

Un cop assolides les xifres prèvies a la pandèmia, i en un context de normalització de les taxes de creixement de l'economia, els indicadors d'activitat turística continuen sorprenent de forma positiva. No obstant això, cal esperar que el creixement del sector turístic també tendeixi a normalitzar-se un cop assolits els nivells pre-pandèmia el 2023.<sup>4</sup> Així i tot, preveiem un creixement de l'1,5% del PIB turístic el 2024, tot i que el començament de l'any està sent millor del que aquesta previsió indicaria. Atès aquest escenari, el sector de la restauració hauria de mantenir el bon to de l'any passat, tenint en compte les perspectives positives per a la despesa privada, gràcies al guany de capacitat de compra de les famílies (els salaris creixen per damunt de la inflació) i a les expectatives de moderació en els costos de producció.

Pedro Álvarez Ondina i Alberto Graziano

4. Per a més detalls sobre els factors que afectaran el sector turístic en els propers mesos, podeu consultar l'article «Balanc i perspectives del sector turístic espanyol: solidesa i resiliència», a l'últim Informe Sectorial de Turisme.

**Espanya: Indicador de Consum CaixaBank. Estructura de la despesa en restauració**  
(% sobre el total de la despesa en restauració provincial)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes de despesa amb targeta al sector de la restauració.

**Espanya: despesa en restauració entre el juliol i el setembre**  
(% sobre la despesa provincial en restauració el 2023)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes de despesa amb targeta al sector de la restauració.

**Indicadors d'activitat i ocupació**

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
<b>Indústria</b>									
Índex de producció industrial	2,2	-1,1	0,5	-2,3	-2,2	-0,5	0,3	1,5	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-0,8	-6,6	-4,5	-5,4	-8,2	-8,1	-5,1	-4,5	-5,6
PMI de manufactures (valor)	51,0	48,0	50,1	48,5	47,3	45,9	49,2	51,5	51,4
<b>Construcció</b>									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	15,4	1,1	-1,8	1,7	4,3	0,2	0,4	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	29,0	0,3	10,1	3,3	-3,1	-8,9	-10,4	...	...
Preu de l'habitatge	7,4	4,0	3,5	3,6	4,5	4,2	-	-	-
<b>Serveis</b>									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	129,8	18,9	90,6	40,7	21,9	18,9	17,1	16,2	...
PMI de serveis (valor)	52,5	53,6	56,3	56,0	50,9	51,2	52,1	54,7	56,1
<b>Consum</b>									
Vendes comerç al detall <sup>1</sup>	2,3	2,5	2,6	2,4	2,1	2,9	0,5	1,9	...
Matriculacions d'automòbils	-3,0	18,5	45,5	9,9	6,9	11,9	7,3	9,9	-4,7
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-26,5	-19,2	-22,5	-19,1	-16,1	-19,1	-18,7	-17,3	-16,0
<b>Mercat de treball</b>									
Població ocupada <sup>2</sup>	3,1	3,0	1,8	2,9	3,5	3,8	-	-	-
Taxa d'atur (% de la població activa)	12,9	12,1	13,3	11,6	11,8	11,8	-	-	-
Afiliats a la Seguretat Social <sup>3</sup>	3,9	-	2,5	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6
<b>PIB</b>	<b>5,8</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	-	-	-

**Preus**

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
General	8,4	3,6	5,1	3,1	2,8	3,3	3,4	2,8	3,2
Subjacent	5,1	6,1	7,6	6,2	6,0	4,5	3,6	3,5	3,3

**Sector exterior**

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
<b>Comerç de béns</b>									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	22,9	-1,4	20,5	12,3	4,5	-1,4	-2,7	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	33,4	-7,2	24,0	10,7	-1,2	-7,2	-7,8	...	...
<b>Saldo corrent</b>	<b>8,2</b>	<b>38,0</b>	<b>22,3</b>	<b>28,7</b>	<b>35,8</b>	<b>38,0</b>	<b>40,8</b>	...	...
Béns i serveis	16,3	60,3	31,5	42,6	54,6	60,3	61,7	...	...
Rendes primàries i secundàries	-8,1	-22,3	-9,2	-14,0	-18,8	-22,3	-20,9	...	...
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>20,7</b>	<b>53,9</b>	<b>36,6</b>	<b>42,6</b>	<b>50,0</b>	<b>53,9</b>	<b>56,5</b>	...	...

**Crèdit i dipòsits dels sectors no financers<sup>4</sup>**

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
<b>Dipòsits</b>									
Dipòsits de llars i empreses	4,9	0,6	1,7	0,4	-0,3	0,4	1,5	2,3	...
A la vista i estalvi	7,9	-4,5	0,3	-4,0	-6,9	-7,6	-7,6	-7,0	...
A termini i preavis	-19,7	51,9	7,7	40,1	69,5	90,4	106,2	109,2	...
Dipòsits d'AP	9,6	8,7	7,4	6,8	11,3	9,4	-0,4	38,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>5,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>4,7</b>	...
<b>Saldo viu de crèdit</b>									
Sector privat	0,7	-2,5	-0,9	-2,2	-3,4	-3,7	-3,2	-2,8	...
Empreses no financeres	0,9	-3,4	-1,0	-2,7	-4,6	-5,2	-4,4	-3,9	...
Llars - habitatges	1,0	-2,6	-1,2	-2,4	-3,4	-3,3	-3,0	-2,8	...
Llars - altres finalitats	-0,6	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,1	...
Administracions públiques	0,2	-3,4	-0,2	-3,3	-4,6	-5,5	-2,1	-1,8	...
<b>TOTAL</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,8</b>	...
<b>Taxa de morositat (%)<sup>5</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	...	...

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

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, el Ministeri de Foment, el Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, l'Institut Nacional d'Estadística, el Servei Públic d'Ocupació Estatal, Markit, la Comissió Europea, el Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.



## L'economia portuguesa arrenca el 2024 amb més vigor del previst

Els indicadors del 1T suggereixen que l'activitat s'està comportant amb un dinamisme més intens del que s'esperava, i que el creixement del PIB en el primer trimestre podria superar la nostra previsió del 0,4% intertrimestral. Així, l'indicador diari d'activitat del Banc de Portugal mostra un creixement mitjà interanual del 5,8% en el 1T (amb dades fins al 20 de març), la qual cosa representa una acceleració en relació amb el 5,5% registrat en el trimestre anterior. Així mateix, els indicadors de clima econòmic i els de sentiment econòmic de la Comissió Europea també mostren una millora en relació amb el trimestre precedent. En aquest context, el Banc de Portugal ha revisat a l'alça la previsió de creixement del PIB fins al 2,0% per al 2024 i fins al 2,3% per al 2025.

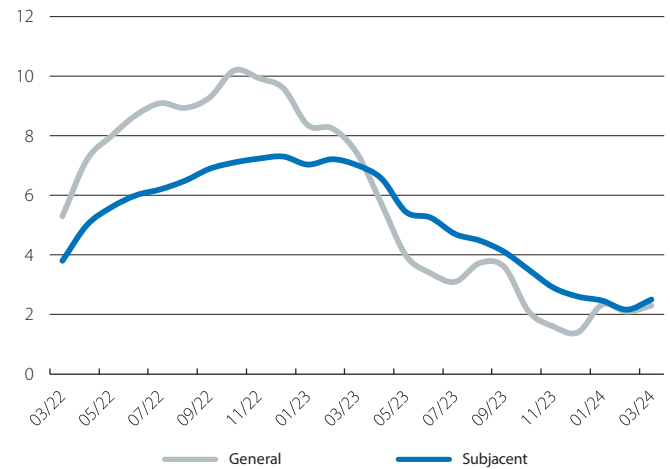
**Desinflació accidentada.** El procés desinflacionista s'ha interromput i es troba en una etapa més volàtil. La inflació general ha repuntat fins al 2,3% al març, en relació amb l'1,4% del desembre, i la subjacent, després d'haver reulat fins al 2,1% al febrer, ha tornat a repuntar al març fins al 2,5% i ha trencat la dinàmica de 12 mesos consecutius de descensos.

**Repunt intens dels preus de l'habitatge malgrat la caiguda de les transaccions.** El 2023, els preus de l'habitatge van anotar un creixement mitjà del 8,2%, i van fer-ho malgrat una caiguda de les compravendes del 18,7% en relació amb el 2022, fins a un total de 136.400 habitatges. Els últims indicadors publicats apunten que els preus continuen creixent a un ritme notable en l'arrencada de 2024: el preu per metre quadrat de taxació bancària va augmentar el 5,5% interanual al febrer, i l'índex de preus residencials acumula fins al febrer un avanç de l'1,5% en relació amb el tancament del 2023.

**Els comptes públics tanquen el 2023 de forma brillant.** El superàvit pressupostari va pujar fins a l'1,2% del PIB, va superar la previsió del Govern (del 0,8% del PIB) i de CaixaBank Research (del 0,7% del PIB) i va millorar amb escreix el registre del 2022 (dèficit del 0,3% del PIB), gràcies a un creixement dels ingressos, del 9,0%, molt superior al de les despeses, del 5,2%. En aquest context, la ràtio de deute públic sobre el PIB va caure 17,5 p. p. en relació amb el 2019 i es va situar en el 99,1%, la més baixa des del 2009.

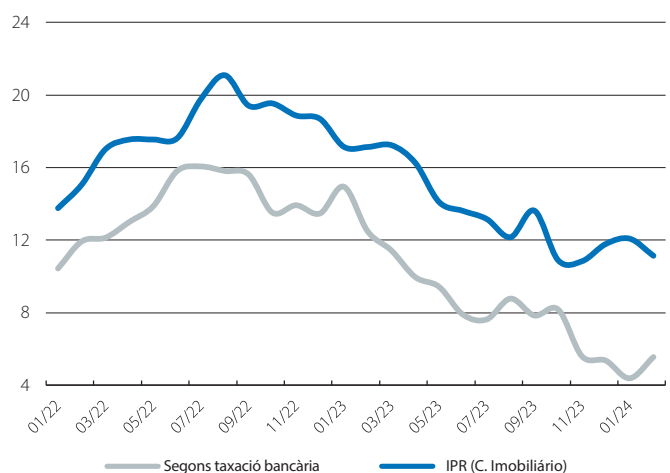
**L'exercici 2023 va tancar amb un superàvit extern equivalent al 2,6% del PIB,** la qual cosa va contribuir a reduir l'encara elevat deute extern de l'economia portuguesa. L'Administració pública va ser el sector que més va contribuir al superàvit, amb una capacitat de finançament de l'1,2% del PIB, seguida de les famílies (l'1% del PIB, 4 dècimes més que el 2022). Per la seva banda, les empreses no financeres van reduir 3 dècimes la necessitat de finançament, fins al 2% del PIB, en un context d'avanç feble de la inversió.

### Portugal: IPC Variació interanual (%)



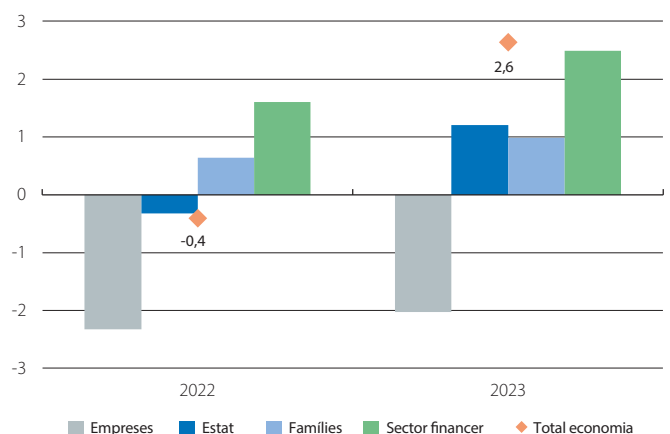
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

### Portugal: preus de l'habitatge Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Confidencial Immobiliària i de l'INE de Portugal.

### Portugal: +capacitat/-necessitat de finançament de l'economia (% del PIB)



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

**Indicadors d'activitat i ocupació**

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Índex coincident d'activitat	5,7	3,3	3,6	3,3	2,7	...	2,5	2,4	...
<b>Indústria</b>									
Índex de producció industrial	0,4	-2,7	-5,0	-4,6	-2,3	...	-1,3	1,0	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-3,4	-7,4	-5,6	-9,4	-9,5	-7,5	-8,2	-7,7	-6,6
<b>Construcció</b>									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,2	5,6	1,3	9,5	1,8	...	-16,4	...	...
Compravenda d'habitatges	1,3	-18,7	-22,9	-18,9	-11,4	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m <sup>2</sup> - taxació)	13,8	9,1	9,1	8,1	6,4	...	4,4	5,5	...
<b>Serveis</b>									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	158,9	19,1	52,6	24,9	19,1	...	16,1	14,5	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	15,1	7,5	13,4	5,8	-0,2	6,9	5,1	7,1	8,7
<b>Consum</b>									
Vendes comerç al detall	5,5	1,1	1,8	0,6	0,6	...	0,2	2,2	...
Indicador coincident del consum privat	3,9	2,5	2,8	2,8	2,3	...	2,2	2,2	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-29,7	-28,6	-29,4	-22,8	-27,2	-24,6	-26,9	-24,4	-22,6
<b>Mercat de treball</b>									
Població ocupada	2,2	2,0	2,8	2,2	1,6	...	2,3	1,8	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,2	6,5	6,1	6,1	6,6	...	6,6	6,7	...
<b>PIB</b>	<b>6,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	...	-	-	-

**Preus**

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
General	7,8	4,4	4,4	3,5	1,7	2,2	2,3	2,1	2,3
Subjacent	5,6	5,1	5,7	4,4	3,0	2,3	2,4	2,1	2,5

**Sector exterior**

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
<b>Comerç de béns</b>									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	23,2	-1,1	11,8	3,0	-1,1	...	-2,0	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	31,7	-4,1	12,5	1,1	-4,1	...	-5,2	...	...
<b>Saldo corrent</b>	<b>-2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>1,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	...	<b>4,2</b>	...	...
Béns i serveis	-4,7	3,3	-0,3	2,1	3,3	...	3,8	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,9	0,4	1,9	2,0	0,4	...	0,5	...	...
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>-0,5</b>	<b>7,2</b>	<b>4,5</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	...	<b>7,8</b>	...	...

**Crèdit i dipòsits dels sectors no financers**

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
<b>Dipòsits<sup>1</sup></b>									
Dipòsits de llars i empreses	6,4	-2,3	-2,1	-2,6	-2,3	...	-1,1	1,0	...
A la vista i estalvi	7,3	-14,8	-9,0	-9,4	-14,8	...	-15,2	-13,6	...
A termini i preavis	5,2	14,8	7,5	6,9	14,8	...	17,8	20,1	...
Dipòsits d'AP	12,4	-12,4	1,4	5,5	-12,4	...	-22,5	-4,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>6,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,6</b>	...	<b>-1,7</b>	<b>0,8</b>	...
<b>Saldo viu de crèdit<sup>1</sup></b>									
Sector privat	1,7	-1,5	-1,2	-1,8	-1,5	...	-1,5	-1,1	...
Empreses no financeres	-0,6	-2,1	-3,5	-3,5	-2,1	...	-2,6	-2,0	...
Llars - habitatges	3,2	-1,5	0,1	-0,9	-1,5	...	-1,5	-1,2	...
Llars - altres finalitats	2,9	0,2	0,4	-0,8	0,2	...	1,6	1,7	...
Administracions públiques	-2,7	-5,5	0,6	-1,4	-5,5	...	-4,0	-3,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	...	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	...
<b>Taxa de morositat (%)<sup>2</sup></b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	...	-	-	-

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](http://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.



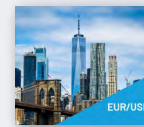
### Monitor de consum

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 de Turisme 1S 2024

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



### Informe Sectorial Agroalimentari 2023

El sector agroalimentari espanyol està patint els efectes de la sequera prolongada i la forta pujada dels costos de producció. Tot i així, el sector ha mostrat una tendència de creixement moderat que preveiem que es mantingui els propers trimestres.



### Informe Sectorial Immobiliari 1S 2024

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



Segueix-nos a:



[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)



@CABK\_Research



Newsletter



CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2024

© Banco BPI, 2024

Disseny i producció: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

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

