

IM03

INFORME MENSUAL
NÚMERO 497 | MARÇ 2025



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

Les polítiques de Trump, el principal interrogant dels escenaris econòmics globals

ECONOMIA INTERNACIONAL

Inflació a la Xina: cap on reptarà la serp?

ECONOMIA ESPANYOLA

Nou escenari econòmic: optimisme prudent en un context d'incertesa

Excel·lents registres del sector exterior el 2024

DOSSIER: LA CAPACITAT TRANSFORMADORA DE L'NGEU I D'ALTRES PLANS D'ESTÍMUL FISCAL

Fons NGEU: quin és el seu estat d'implementació a nivell europeu?

Fons NGEU: què podem dir sobre el seu impacte i sobre els desafiaments del futur

Com estan anant a Espanya els fons NGEU: pa per avui i esperances per demà

Més enllà de l'NGEU: inversions a Europa per adaptar-se i per sobreviure als nous temps

EUA: un model de transformació econòmica molt diferent al d'Europa

INFORME MENSUAL

Març 2025

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

David Martínez Turégano i

Nuria Bustamante

Coordinadors de l'*Informe Mensual*

Javier García-Arenas

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

6 de març de 2025

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Les polítiques de Trump, el principal interrogant dels escenaris econòmics globals*

Rita Sánchez Soliva

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Inflació a la Xina: cap on reptarà la serp?*

Luís Pinheiro de Matos

18 ECONOMIA ESPANYOLA

20 *Nou escenari econòmic: optimisme prudent en un context d'incertesa*

Oriol Carreras Baquer i Zoel Martín Vilató

22 *Excel·lents registres del sector exterior el 2024*

Anna Bahí Esteba i Sergio Díaz Valverde

25 ECONOMIA PORTUGUESA

27 DOSSIER: LA CAPACITAT TRANSFORMADORA DE L'NGEU I D'ALTRES PLANS D'ESTÍMUL FISCAL

27 *Fons NGEU: quin és el seu estat d'implementació a nivell europeu?*

David Martínez Turégano

29 *Fons NGEU: què podem dir sobre el seu impacte i sobre els desafiaments del futur*

David Martínez Turégano

31 *Com estan anant a Espanya els fons NGEU: pa per avui i esperances per demà*

Javier García-Arenas

33 *Més enllà de l'NGEU: inversions a Europa per adaptar-se i per sobreviure als nous temps*

Rita Sánchez Soliva

35 *EUA: un model de transformació econòmica molt diferent al d'Europa*

Isabela Lara White

Els límits de la incertesa

L'economia espanyola creix a bon ritme, més de l'esperat, i això ha comportat que CaixaBank Research hagi revisat a l'alça les previsions de creixement per al 2025, del 2,3% al 2,5%. Malgrat la bona notícia, el focus no se centra en la millora de les previsions, sinó en la incertesa que les envolta. Fa anys que els articles que repassen l'actualitat econòmica van plens de referències a la incertesa. A vegades, utilitzem aquesta paraula com un afegitó per salvaguardar-nos dels errors que inevitablement cometrem. Però el nivell d'incertesa fluctua al llarg del temps i, en l'actualitat, ha tornat a augmentar.

Malgrat tot, cal remarcar que l'economia espanyola va tancar el 2024 amb un creixement del 3,2%, més d'1,5 p. p. per damunt del que s'esperava un any enrere, i ho ha fet en un context econòmic global que no ha estat especialment favorable. A més a més, els primers indicadors disponibles per al 2025 apunten al fet que el ritme d'avanç no afluixa. El creixement de l'ocupació es manté dinàmic, el consum de les llars, també, i altres indicadors d'activitat continuen apuntant a ritmes de creixement similars als del 2024. A tot això, previsiblement, s'anirà sumant la reducció dels tipus d'interès i la moderació de la inflació, que haurien de propiciar que la dinàmica de fons de l'economia continuï sent positiva. Si ho traduïm a xifres concretes, el missatge es torna clarament positiu. La incorporació de les últimes dades de creixement, superiors a les previsions de CaixaBank Research, podria dur el creixement previst per al 2025 del 2,3% al 2,7%. Si a això hi afegim la bona dinàmica que presenten els últims indicadors, la revisió a l'alça del creixement d'enguany podria, fins i tot, ser superior.

No obstant això, el context internacional convida a la prudència. La política aranzelària de la nova Administració nord-americana i, sobretot, la incertesa que genera la seva erràtica evolució erosionaran la capacitat de creixement de l'economia espanyola. L'exposició directa i indirecta a l'economia nord-americana és limitada, de manera que l'impacte d'un augment dels aranzels com el que s'està plantejant no hauria de ser superior a unes poques dècimes de PIB. De fet, en funció de l'evolució del tipus de canvi i de la capacitat d'adaptar la destinació de les exportacions espanyoles, l'impacte macroeconòmic directe podria acabar sent gairebé negligible. En definitiva, el temor no prové de l'impacte directe de l'augment dels aranzels, sinó de la imprevisibilitat de la nova Administració nord-americana i, sobretot, de les implicacions de les noves relacions polítiques i econòmiques entre els EUA i els països europeus, que és difícil imaginar com seran, però que no sembla que hagin de ser positives per a ningú. Aquesta és la principal font d'incertesa.

Ara com ara, els indicadors d'incertesa de la política econòmica s'han disparat a nivell global i han superat els nivells màxims assolits durant la pandèmia. El repunt és especialment important als països directament afectats per la batalla comercial amb els EUA, com Mèxic i el Canadà, però, a Europa, també han augmentat de manera important i, en diversos països, ja s'han situat per damunt dels màxims assolits durant la crisi financera, el 2012, i no estan lluny dels nivells assolits durant la pandèmia. L'escenari de previsions de CaixaBank Research és compatible amb un repunt delimitat en el temps de la incertesa. Si aquesta situació es prolonga més enllà d'uns mesos, podria afectar de manera important l'economia global i, molt en particular, l'economia nord-americana mateixa. El repunt de les expectatives d'inflació i un nou afebliment de l'economia podrien tensionar de nou les condicions financeres, en especial en un context de valoracions borsàries ja molt ajustades. A diferència de la crisi financera o de la pandèmia, aquest cop el motor que genera la incertesa té nom i cognoms i, en el fons, li interessa que l'economia nord-americana no descarrili.

En positiu, si la incertesa recula, les perspectives poden millorar de manera significativa. Els anuncis recents d'Alemanya per flexibilitzar les seves regles fiscals i les propostes de la Comissió Europea per assumir un increment de la despesa europea en seguretat també són positius per a la confiança i donaran suport a una millora de l'activitat a curt i a mitjà termini. En aquest context, Espanya podria, fins i tot, tornar a créixer a taxes pròximes al 3%.

Oriol Aspachs
Març 2025

Cronologia

FEBRER 2025

- 1 Trump signa les primeres ordres executives amb mesures de proteccionisme comercial sobre la Xina, el Canadà i Mèxic.
- 10-11 Cimera d'Acció sobre Intel·ligència Artificial a París, amb la participació de Governos, d'organitzacions i d'empreses de més de 100 països.

DESEMBRE 2024

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

OCTUBRE 2024

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

GENER 2025

- 10 El programa Copernicus de la UE informa que el 2024 va ser l'any més càlid registrat i el primer en què se supera la marca d'1,5 °C per damunt de la mitjana preindustrial.
- 30 El BCE retalla els tipus d'interès en 25 p. b. i abaixa el tipus *depo* fins al 2,75%.

NOVEMBRE 2024

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

SETEMBRE 2024

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

Agenda

MARÇ 2025

- 3 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (febrer).
- 4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
- 6 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 14 Espanya: ràting S&P.
Portugal: ràting Fitch.
- 17 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (4T).
- 18-19 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 20-21 Consell Europeu.
- 21 Portugal: preus de l'habitatge (4T).
- 25 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (4T).
- 26 Espanya: avanç del PIB (4T).
Portugal: desglossament del PIB (4T).
- 27 Portugal: ràtio de morositat (4T).
- 28 Espanya: avanç de l'IPC (març).
Espanya: ràting Moody's.
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (març).
- 31 Portugal: avanç de l'IPC (març).
Portugal: producció industrial (febrer).
Portugal: ocupació i atur (febrer).

ABRIL 2025

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

Els temps estan canviant

El potencial disruptiu dels canvis en l'ordre geopolític i comercial que tenim damunt la taula excedeix la capacitat predictiva dels models econòmics i dificulta la presa de decisions per part dels agents econòmics. El món era més senzill per als economistes i per als mercats quan la inflació, els moviments dels bancs centrals o les variables fiscals eren els catalitzadors de les decisions d'inversió, de consum i d'estalvi. Ara que la geopolítica i les polítiques comercials acaparen el protagonisme, augmenta de forma exponencial la dificultat per interioritzar, per quantificar i per traduir en escenaris econòmics i financers les novetats que es produeixen diàriament en les dues esferes. Només en les últimes setmanes, hem assistit en viu i en directe a l'enquistament de les relacions entre els EUA i Ucraïna (amb la congelació de l'ajuda militar i d'intel·ligència), a la resposta de la UE amb un programa de despesa en defensa impensable només fa uns mesos (800.000 milions d'euros), a la reforma del «fre del deute» a Alemanya, impulsada per la nova coalició de govern (juntament amb un programa de despesa en infraestructures de 500.000 milions), i a la intensificació de la guerra comercial, amb els aranzels movent-se a una velocitat que fa difícil anticipar quin serà el punt d'arribada quan tot hagi acabat. Ara com ara, el minut i el resultat ens durien a un aranzel efectiu mitjà aplicat pels EUA de gairebé el 10%, que triplica els nivells existents abans de Trump i els impulsa cap a màxims des del 1943. Per tant, el vell aforisme que cada època es fa les preguntes que pot respondre ha quedat totalment superat després dels 50 primers dies d'una Administració nord-americana que busca redefinir el paper de la principal potència econòmica del món i que ho fa amb una estratègia manifestament millorable.

La concatenació de xocs d'oferta i de demanda que comporten els anuncis de les últimes setmanes alterarà els equilibris de creixement i d'inflació, amb la variable expectatives modulant els efectes que es desplegaran a través dels canals comercials i financers. El major risc és una ampliació de les divergències regionals i sectorials i un augment de la volatilitat als mercats financers que pot desencadenar episodis d'inestabilitat. En aquest context, tant els agents econòmics com els mercats estan responent de forma temperada a les pertorbacions, tot i que, a curt termini, anirem percebent una mica de soroll en les dades econòmiques, tant per l'anticipació de les decisions dels exportadors i dels importadors i els seus efectes sobre les existències com per la reconsideració dels projectes d'inversió (la incertesa sol ser una mala companya per a la planificació). La clau és que les tensions aranzelàries siguin

contingudes i, sobretot, que el nou marc comercial quedi fixat ràpidament per reduir el potencial disruptiu de la desconfiança.

Ara com ara, només es comença a percebre un lleuger deteriorament en les enquestes als EUA, tant per un descens de la confiança dels consumidors, que ja s'ha reflectit en una caiguda de les vendes al detall al gener, com per una pujada de les expectatives d'inflació, a més d'una ampliació del dèficit comercial de gairebé el 25% en el primer mes de l'any per l'increment de les importacions previ a l'establiment dels aranzels. Tot això anticiparia un refredament de l'activitat en el 1T. Res que no es pugui revertir en els propers mesos, però sí que és un senyal dels riscos que comporta canviar les regles del joc de manera desordenada, ja sigui en les relacions comercials o en el funcionament de l'Administració pública. Als mercats financers, enmig d'una sensació de calma tensa, tampoc no es detecten canvis rellevants en les tendències des del començament d'enguany, més enllà d'una lògica reducció de l'apetència pel risc i d'un afebliment del dòlar. La confiança en la capacitat dels bancs centrals per compensar les possibles distorsions en la inflació i en el creixement és una garantia per als inversors, malgrat que s'ha produït algun avís per a navegants als mercats de deute públic, com la major pujada diària de la rendibilitat del bo alemany en l'últim quart de segle (+30 p. b.) després de l'anunci de la reforma del «fre del deute» i de la publicació del pla d'augment de la inversió pública.

De cara als propers mesos, el llistat de temes pendents amb un alt impacte potencial sobre l'economia és molt important. Des de la capacitat d'Europa per mobilitzar els fons anunciats en la primera setmana de març i per adaptar el Pacte d'Estabilitat revisat recentment a la nova realitat geopolítica, fins al marge del Tresor nord-americà per posar en pràctica una política fiscal expansiva equilibrada, passant per la flexibilitat dels bancs centrals per mantenir a ratlla les expectatives d'inflació o per la resiliència de les cadenes de valor davant el nou entorn comercial. Tot i que, per damunt de tot, el més important serà gestionar de manera justa la treva en la guerra a Ucraïna i renegociar de forma equilibrada les relacions comercials i de defensa entre els EUA i Europa. Un reflex que els temps estan canviant, i toca adaptar-s'hi amb la màxima urgència possible.

José Ramón Díez

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

Mercats financers

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

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,3	3,2	3,1	3,1
Països desenvolupats	2,7	1,5	1,6	1,7	1,8	1,6	1,7
Estats Units	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	2,1	1,9
Zona de l'euro	2,3	0,8	1,2	0,5	0,7	0,8	1,4
Alemanya	1,6	1,3	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,9
França	2,3	1,0	0,6	1,1	1,1	0,5	1,1
Itàlia	1,5	-0,3	1,5	0,8	0,5	0,5	1,3
Portugal	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	2,4	2,1
Espanya	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,5	2,1
Japó	1,4	0,4	-0,2	1,9	0,1	1,0	1,0
Regne Unit	2,7	1,2	0,9	0,4	0,9	1,0	1,3
Països emergents i en desenvolupament	6,3	4,8	3,1	4,4	4,3	4,1	4,1
Xina	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,2	3,9
Índia	7,2	6,7	3,6	7,7	6,5	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	2,5	2,0	1,8
Mèxic	2,3	1,5	0,5	3,3	1,5	1,0	1,4
Rússia	-	1,4	0,7	3,7	3,7	1,7	1,3
Turquia	5,5	4,5	6,3	5,1	3,3	2,1	2,9
Polònia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	-
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,7	5,8	4,6	3,9
Països desenvolupats	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,6	2,3
Estats Units	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	3,1	2,7
Zona de l'euro	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,4	1,9
Alemanya	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,6	2,0
França	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	2,0	1,9
Itàlia	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,9	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,2	2,0
Espanya	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,2
Japó	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	1,5	1,5
Regne Unit	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	2,6	2,1
Països emergents i en desenvolupament	6,9	5,6	6,9	8,1	7,8	5,7	4,7
Xina	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,8	1,3
Índia	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
Mèxic	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rússia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquia	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polònia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	-

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,7	0,0	0,0	1,7	2,8	3,1	2,4
Consum de les AP	4,5	0,9	2,6	5,2	4,9	1,9	0,8
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,2	-1,0	2,1	2,3	3,1	3,0
Béns d'equipament	4,9	0,2	-2,5	1,1	2,3	3,8	1,5
Construcció	5,7	-2,6	-1,9	3,0	2,6	3,0	3,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,7	1,7	2,8	2,7	2,1
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,5	2,8	2,9	2,1	2,3
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	2,5	0,3	2,0	2,9	2,5
Producte interior brut	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,5	2,1
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	2,0	1,8
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	10,7	10,2
Índex de preus de consum	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,2
Costos laborals unitaris	3,1	0,6	3,6	6,1	4,0	3,3	2,7
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,0	2,9	3,1
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,1	0,2	1,3	3,6	4,1	3,9	4,0
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-7,1	-3,5	-3,2	-2,8	-2,6

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

Previsions

Economia portuguesa

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

Previsions

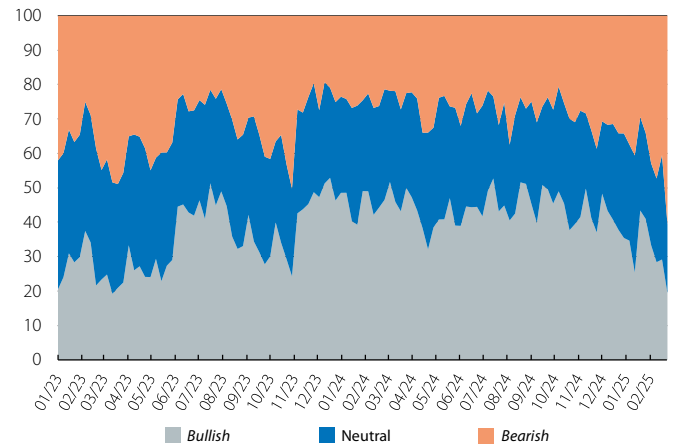
Volatilitat elevada en un nou entorn geopolític

Canvi en el sentiment inversor. L'inici del 2025 ha comportat un canvi en el focus dels mercats financers, que es va consolidar al febrer. Els inversors han desplaçat la seva atenció des dels bancs centrals, el principal *driver* dels mercats el 2024, cap a un entorn de risc geopolític elevat, amb l'«efecte Trump» com a catalitzador clau. La incertesa derivada de la seva política comercial i les retallades de despesa al Govern federal, que van afectar la confiança empresarial i dels consumidors (vegeu la [Conjuntura internacional](#)), ha començat a reforçar la narrativa que el creixement de l'economia dels EUA es moderarà en els propers trimestres i ha propiciat una rotació *risk-off* en els actius de risc nord-americans a mesura que l'apetència pel risc anava disminuint. A la zona de l'euro, els mercats naveguen la incertesa comercial enmig de novetats a la guerra a Ucraïna, que inclouen un canvi de posicionament per part dels EUA, una possible negociació per al final del conflicte i una intensificació en la pressió cap a la zona de l'euro per incrementar la despesa de defensa, alhora que Alemanya va celebrar eleccions i va entrar en una nova fase de negociacions per formar govern. El panorama geopolític passa així a guanyar protagonisme als mercats financers, i la incertesa elevada ha comportat un augment de la volatilitat.

Els bancs centrals avancen a ritmes diferents. El febrer va ser un mes de poca activitat dels bancs centrals. La principal reunió va ser la del Banc d'Anglaterra, que va retallar el tipus d'interès de referència al 4,50%, la tercera baixada de 25 p. b. des de l'agost, i el Comitè de política monetària va destacar l'enfocament gradual en les futures baixades de tipus. Aquesta mateixa cautela és la que guia l'estratègia de la Fed, com ho mostren les actes de l'última reunió del gener, en què els membres del FOMC van destacar la incertesa elevada i el risc d'una inflació més persistent. Factors com els possibles canvis en les polítiques comercials i migratòries van ser assenyalats com riscos clau. No obstant això, en les últimes sessions del mes, els mercats han començat a descomptar la probabilitat que la Fed prossegueixi amb més baixades de les que s'havien anticipat amb anterioritat si l'activitat s'afeblís, com ho suggereixen els recents indicadors de confiança. Pel que fa al BCE, es mantenen les expectatives que el tipus *depo* assolirà el 2% a l'estiu, per mantenir-se així al llarg de la segona meitat de l'any al voltant dels nivells estimats com a neutrals.

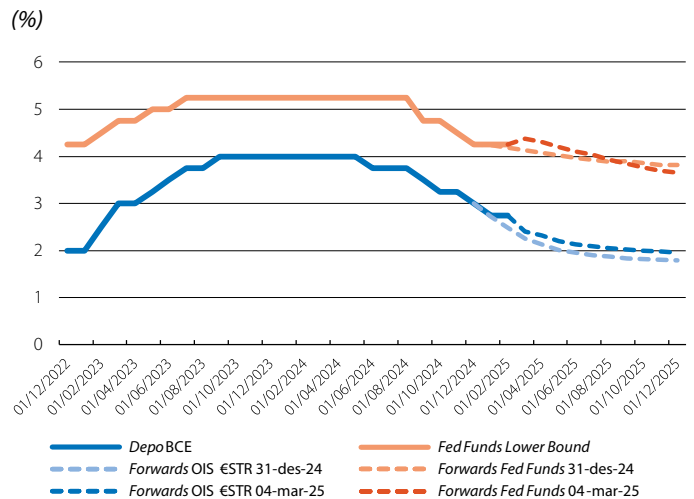
Els tipus d'interès sobirans reflecteixen les incerteses econòmiques i polítiques. A la zona de l'euro, d'una banda, les expectatives d'un BCE més acomodatiu i el retard en la imposició dels aranzels a la UE per part de Trump van pressionar a la baixa els rendiments, però, de l'altra, la pressió creixent per incrementar la despesa en defensa va servir com a força alcista. Així, les rendibilitats de la zona de l'euro van experimentar moviments d'anada i tornada al llarg del mes, per, finalment, acabar amb lleugeres caigudes. Als EUA, el sentiment d'aversion al risc va dirigir els fluxos cap als *treasuries* com actius refugi i va pressionar a

EUA: sentiment del mercat (% d'inversors)



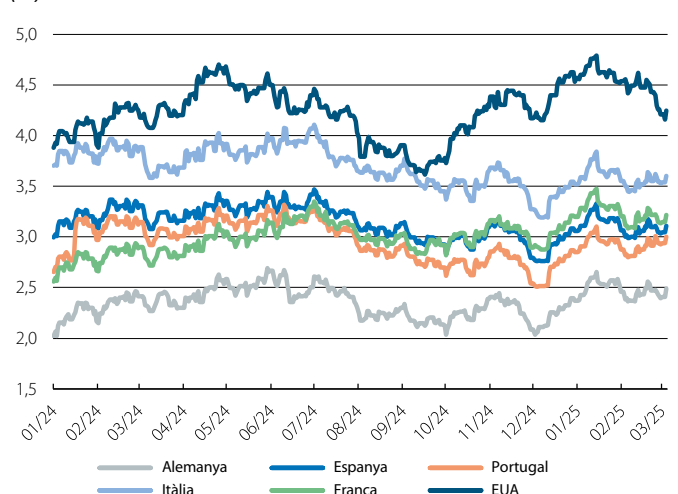
Nota: Percentatge d'inversors que responen l'enquesta de l'American Association of Individual Investors sobre el seu sentiment: optimista (bullish), neutral o pessimista (bearish).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'American Association of Individual Investors.

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



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE, de la Fed i de Bloomberg.

Tipus d'interès sobirans a 10 anys (%)



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

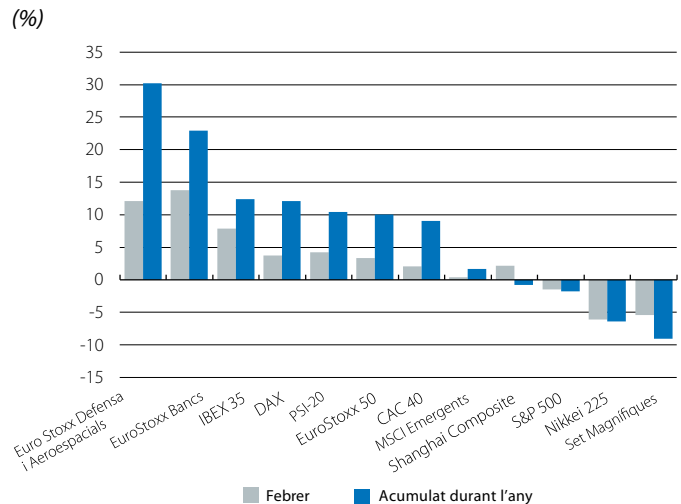
la baixa les rendibilitats, que van veure caigudes de fins a 30 p. b. en el tram llarg de la corba, impulsades, principalment, per la caiguda dels tipus reals (el tipus d'interès nominal d'un bo sobirà es pot descompondre com la suma del tipus d'interès real més la inflació esperada, *break-even inflation*). Això suggereix que els mercats comencen a descomptar un entorn de menor creixement i de més inflació, en què encara queda per aclarir les futures polítiques fiscals i el seu efecte sobre el dèficit i el deute.

La renda fixa europea sorgeix com a líder. En línia amb el to de *risk-off* del mes, les borses nord-americanes van tancar el febrer amb pèrdues i, en el moment d'aquesta publicació, ja haurien esborrat per complet els guanys del *rally* postelectoral. Per sectors, els de tecnologia i consum discrecional (els dos de naturalesa cíclica) han estat els que s'han comportat pitjor. En canvi, els principals índexs de la zona de l'euro han mostrat un funcionament molt superior, amb guanys superiors al 10% durant l'any per als principals índexs borsaris de la regió. El major propulsor del repunt ha estat el sector de defensa (el +30%), atès el nou context geopolític, tot i que també els bancs (el +26%) han estat un catalitzador després d'una bona temporada de resultats. A més a més, el millor funcionament de les borses europees en relació amb les nord-americanes es dona en un context d'elevades valoracions relatives als EUA, que fa que els seus mercats siguin més vulnerables a les sorpreses macroeconòmiques negatives. Mentre que, a la zona de l'euro, on les valoracions havien estat deprimides en relació amb les dels EUA, el marge de repunt és major.

L'euro s'enforteix. L'euro va tancar el mes amb guanys en relació amb el dòlar i va arribar a cotitzar prop d'1,06 dòlars, per damunt dels 1,03 dòlars observats al començament de febrer. El retard en la imposició dels aranzels a la UE, un possible acord a Ucraïna i un deteriorament en les perspectives macro dels EUA han estat les forces apreciadores per a la divisa. També el ien es va apreciar en relació amb el dòlar arran de les majors expectatives que el Banc del Japó continuï apujant els tipus d'interès (la inflació va repuntar de nou al gener). En sentit contrari, tant el peso mexicà com el dòlar canadenc es van depreciar al final del mes després de la confirmació del president Trump de la reinstauració dels aranzels del 25% sobre les importacions procedents dels dos països.

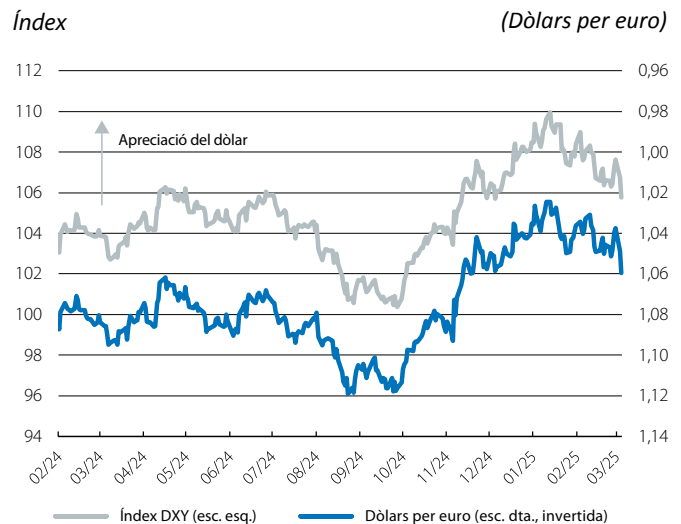
El mes de l'or. La incertesa aranzelària s'ha traslladat també als mercats de primeres matèries i ha provocat un repunt generalitzat dels preus i ha incentivat les compres avançades, la qual cosa, al seu torn, ha exercit encara més pressió a l'alça. El preu de l'or, actiu refugi per excel·lència, ha repuntat de forma notable i acumula guanys de gairebé el 10% des de l'inici d'enguany, que s'afegeixen als guanys del 2024, reflex de la incertesa econòmica i geopolítica. D'altra banda, l'energia s'ha mogut en sentit contrari. Els preus del gas natural han caigut de forma notable arran de l'expectativa d'una resolució del conflicte a Ucraïna, i els preus del cru ho fan arran de la incertesa de l'alentiment de la demanda als EUA. A més a més, l'OPEP i els seus aliats van confirmar el seu propòsit de començar a revertir les retallades de producció de petroli a partir de l'abril, després de més de dos anys de reducció de l'oferta, la qual cosa exercirà pressió a la baixa sobre els preus.

Funcionament dels índexs borsaris



Nota: Acumulat durant l'any fins al 04/03/2025.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Funcionament del dòlar



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

Primeres matèries: preus

	Mesura	Preu	Variació (%)			
			Últim mes	Durant l'any	2023	2024
Commodities	Índex	103,6	1,3	4,9	-12,6	0,1
Energia	Índex	31,3	4,8	6,3	-25,6	-3,9
Brent	\$/barril	73,1	-4,8	-2,1	-10,3	-3,1
Gas natural (Europa)	€/MWh	45,2	-15,1	-7,6	-57,6	51,1
Metalls preciosos	Índex	286,2	0,3	7,5	4,1	19,0
Or	\$/unça	2.857,8	2,1	8,9	13,1	27,2
Metalls industrials	Índex	145,8	2,9	3,9	-13,7	-1,6
Alumini	\$/t	2.632,5	1,2	3,2	0,3	7,0
Coure	\$/t	9.389,5	3,2	7,1	2,2	2,4
Agricultura	Índex	58,9	-1,1	3,3	-9,3	-8,7
Blat	\$/bushel	546,8	-2,3	-0,9	-20,7	-12,2

Nota: Preus a 28/02/2025.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Les polítiques de Trump, el principal interrogant dels escenaris econòmics globals

L'elaboració d'escenaris en economia dista molt de ser una ciència exacta, i les previsions que s'elaboren sempre estan subjectes a un cert marge d'error. No obstant això, el context actual és especialment desafiador, ja que aquest segon mandat de Trump sembla més imprevisible i genera més incertesa econòmica i més volatilitat financera. De fet, en menys d'un mes, Trump ha signat més de 60 ordres executives, el triple que les signades en els 100 primers dies del primer mandat i gairebé el doble que Biden en el mateix interval de temps, mesures que s'han centrat, sobretot, en el control de la immigració i en l'increment d'aranzels.

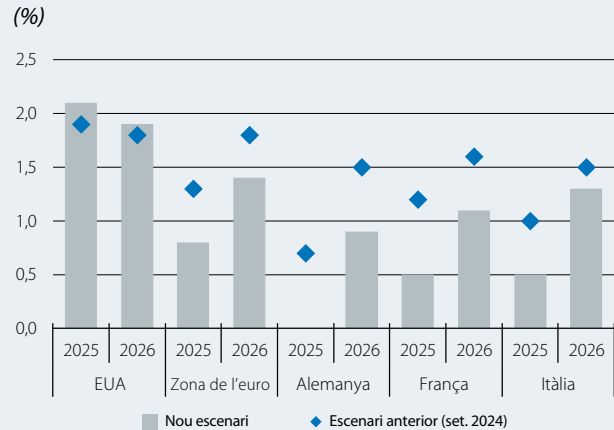
Trump utilitza els aranzels com a eina de negociació i segueix un patró similar al del primer mandat: anuncia mesures contundents, signa l'ordre executiva i després n'ajorna l'aplicació per obrir negociacions, que, en alguns casos, poden comportar la reducció o l'eliminació de l'aranzel inicial. Així, a l'hora de tancar aquest informe, tenim damunt la taula 20 p. p. addicionals sobre els productes originaris de la Xina, que ha respost amb un aranzel del 10%-15% sobre els productes energètics, els automòbils i diversos productes agrícoles; una pujada de 25 p. p. en l'aranzel sobre les importacions procedents de Mèxic i del Canadà i de 10 p. p. sobre l'energia canadenc; el 25% sobre l'acer i l'alumini, i aranzels recíprocs en estudi sobre la UE i altres economies (ha esmentat el 25% a la UE «de manera general»), i anuncia un aranzel sobre totes les importacions agrícoles des del 2 d'abril. Així mateix, va anunciar que l'exempció duanera a tots els enviaments procedents de la Xina per un valor inferior a 800 dòlars continuarà vigent fins que es desenvolupin els sistemes adequats per processar i per recaptar els ingressos per aranzels.

Per tant, ens dirigim cap a un context amb aranzels més elevats i en què, probablement, es produirà una certa reconfiguració en les cadenes globals de valor per tractar de compensar, en la mesura que sigui possible, la pèrdua d'atractiu del mercat nord-americà. En conseqüència, anem cap a un món més fragmentat, amb menys creixement econòmic i amb risc d'inflacions més elevades. En l'elaboració dels nous escenaris, hem suposat una situació de guerra comercial continguda en què no hi ha una escalada i en què les noves regles del joc queden ja definides cap a la meitat d'enguany.

La zona de l'euro té una posició feble de partida per afrontar un any de reptes

La zona de l'euro va tancar el 2024 gairebé estancada (el 0,1% intertrimestral en el 4T 2024). En aquest sentit, desta-

Previsions de creixement del PIB als EUA i a la zona de l'euro



Font: CaixaBank Research.

quen negativament les caigudes del PIB a Alemanya i a França. Els primers indicadors del 2025 apunten a una certa estabilització de l'activitat, però no es pot esperar un repunt significatiu a curt termini (vegeu la [Conjuntura internacional](#) en aquest mateix informe). Per tant, la zona de l'euro té una posició de partida força feble per superar els importants reptes que afronta i que no se centren, únicament, en l'impacte d'una pujada d'aranzels per part dels EUA. També cal tenir en compte factors de caire intern que poden lluitar l'evolució de l'activitat a les grans economies de la regió durant la primera meitat de l'any. D'una banda, a França, persisteix la inestabilitat política, i no es pot descartar la possibilitat de noves eleccions legislatives aquest estiu. D'altra banda, a Alemanya, les eleccions del 23 de febrer han donat la victòria al CDU/CSU (el 28,5% dels vots), que podria formar un govern de coalició amb l'SPD (el 16,4%). No obstant això, el bon resultat de l'Afd (el 21%) i de l'esquerra radical Die Linke (el 9%) els atorga escons suficients per bloquejar canvis en la «frenada del deute», que exigeix l'aprovació dels dos terços de la Cambra. Tot això mentre es continua avançant en la consolidació fiscal i es progressa en els objectius de l'anomenada Brúixola de la Competitivitat, presentada al febrer per la Comissió Europea, sobre les recomanacions de l'informe Draghi, i es fa front a la necessitat d'incrementar de forma substancial la despesa en defensa, ara que ja sembla clar que Europa no pot dependre només de l'OTAN per garantir la seva seguretat. En conseqüència, de cara al 2025, s'estima un creixement del 0,8% i, de cara al 2026, de l'1,4%, 0,5 p. p. i 0,4 p. p. menys, respectivament, que les previsions anteriors. Caldrà esperar a veure si es produeix una resposta pel costat fiscal que pugui estimular l'activitat en els propers trimestres.

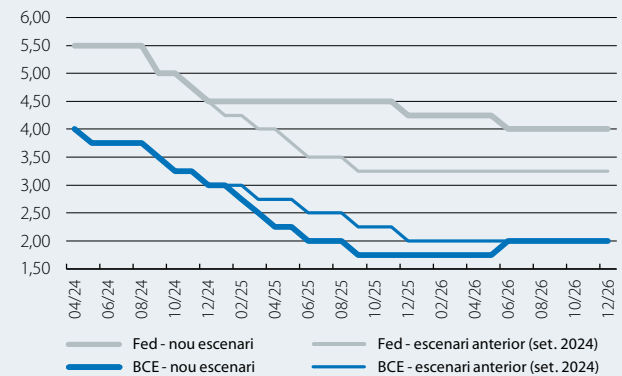
Per la seva banda, l'impacte sobre la inflació no està tan clar. La imposició d'aranzels recíprocs als EUA representa un risc a l'alça sobre els preus, que es pot veure compensat per la feblesa de la demanda interna, per la limitada capacitat per traslladar la pujada d'aranzels als preus finals i per la possible redirecció dels fluxos comercials de la Xina cap a la zona de l'euro. Per tant, mantenim gairebé sense canvis l'escenari per a la inflació, la qual cosa condiciona també els modestos ajustos en les nostres expectatives per als tipus d'interès del BCE. Així, després de la retallada de 25 p. b. aprovada al gener, esperem que el tipus depo se situï en la zona baixa (l'1,75%) del rang considerat com a neutral abans de tornar al 2% el 2026.

L'agenda política de Trump afectaria negativament el creixement i incrementaria la inflació als EUA

El funcionament de l'economia nord-americana ha sorprès a l'alça en els dos últims anys, però això podria canviar en els propers anys. L'agenda de l'Administració Trump, dissenyada per *Make America Great Again*, podria tenir l'efecte contrari al buscat. La pretensió de retallar de forma considerable la dimensió del sector públic pot provocar un cert xoc de demanda per la pèrdua de llocs de treball, per la reducció de la despesa pública i per l'augment de la incertesa vinculada a la retallada de programes socials, i tot això, sumat al xoc d'oferta que es pugui generar per les mesures restrictives en matèria d'immigració i per les pujades aranzelàries, tindrà un impacte negatiu sobre el creixement i incrementa el risc que vegem inflacions més elevades. Així i tot, la inèrcia positiva de l'economia encara es mantindrà durant la primera meitat de l'any, i no serà fins a la segona meitat del 2025 i el començament del 2026 quan l'impacte de les mesures sobre el creixement es faci sentir amb més intensitat. Això explica que anticipem un creixement del PIB del 2,1% el 2025 i de l'1,9% el 2026, lleugerament per damunt de les previsions anteriors. No obstant això, aquestes bones perspectives amaguen que, sense les mesures de Trump, el creixement mitjà dels dos anys podria haver estat gairebé 0,5 p. p. superior. Pel que fa a la inflació general, estimem que assolirà el 3,1% enguany i el 2,7% el 2026, gairebé 0,2 p. p. i 0,4 p. p. per damunt, respectivament, del nivell que assoliria sense l'agenda Trump.

Aquesta inflació més elevada, en un context de relatiu dinamisme de l'economia, explica el substancial ajust que duem a terme en les expectatives de tipus d'interès de la Fed, amb una senda de descensos molt menys agressiva i més progressiva que l'esperada fins ara. Així, anticipem una única retallada a final d'enguany de 25 p. b., que situaria la banda superior del tipus dels *fed funds* en el 4,25%, nivell en què es mantindrien gairebé fins a la meitat del 2026, quan podrien baixar uns altres 25 p. b., fins al 4,0%, nivell en què romandrien la resta de l'any.

Expectatives de tipus d'interès de la Fed i del BCE (%)



Nota: Fed fund upper bound per a la Fed i tipus depo per al BCE.
Font: CaixaBank Research.

La Xina, un dels principals objectius de la política aranzelària de Trump

El 2024, l'economia xinesa va aconseguir complir per la mínima l'objectiu d'un creixement del 5,0%, però les expectatives per a enguany són una mica més pessimistes. La nova Administració Trump té com un dels seus objectius reduir el dèficit comercial amb la Xina i, per aconseguir-ho, ja ha iniciat el cicle de pujades d'aranzels sobre les seves importacions que va prometre durant la campanya electoral. En resposta al renovat proteccionisme dels EUA, la Xina ha aprovat ja aranzels sobre determinats productes, amb l'automotriu i l'energètic com els sectors més afectats, amb l'afegit de les restriccions a les exportacions de minerals crítics. A més a més, les autoritats xineses han iniciat una investigació antimonopoli contra Google i han afegit empreses nord-americanes a la seva llista d'entitats no fiables, la qual cosa suggereix que es preparen per adoptar noves represàlies si fracassen les pròximes negociacions bilaterals en matèria d'aranzels. Atesa la feblesa que presentarà la seva demanda externa, les autoritats xineses ja han mostrat el seu compromís per continuar donant suport al creixement enguany. En aquest sentit, encara hi ha molta incertesa sobre la magnitud de l'estímul fiscal, i caldrà esperar la conclusió de les «Dues Sessions» de començament de març per saber-ne més detalls, però tot apunta al fet que dependrà de com evolucionin les negociacions amb els EUA.

El que sembla clar és que l'impacte de la guerra comercial en curs provocarà una desacceleració de l'economia, i anticipem un creixement del 4,2% el 2025 i del 3,9% el 2026, la qual cosa implica, de mitjana, un creixement gairebé 0,5 p. p. inferior al que s'hauria assolit sense aquesta intensificació del proteccionisme global.

Rita Sánchez Soliva

Tipus d'interès (%)

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,90	2,90	0	-25,0	-160,0
Euríbor 3 mesos	2,46	2,59	-13	-25,0	-143,1
Euríbor 12 mesos	2,39	2,52	-13	-6,6	-126,2
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,02	2,14	-12	-22,7	-130,4
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,03	2,12	-9	-5,7	-60,5
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,41	2,46	-5	3,9	9,0
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,05	3,07	-2	-1,5	-19,3
Deute públic a 10 anys (Portugal)	2,94	2,88	6	9,2	-18,8
EUA					
Fed funds (límit inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 mesos	4,32	4,30	1	1,2	-99,7
Deute públic a 1 any	4,08	4,15	-7	-6,1	-72,5
Deute públic a 2 anys	3,99	4,20	-21	-25,3	-44,0
Deute públic a 10 anys	4,21	4,54	-33	-36,1	8,7

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	54	53	1	-3,8	-6,0
Itraxx Financer Sènior	57	60	-2	-6,4	-14,0
Itraxx Financer Subordinat	100	105	-6	-12,5	-32,2

Tipus de canvi

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,038	1,036	0,1	0,2	-3,7
EUR/JPY (iens per euro)	156,270	160,780	-2,8	-4,0	-2,1
EUR/GBP (lliures per euro)	0,825	0,836	-1,3	-0,3	-3,3
USD/JPY (iens per dòlar)	150,630	155,190	-2,9	-4,2	1,7

Primeres matèries

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	539,2	542,0	-0,5	0,5	4,3
Brent (\$/barril)	73,2	76,8	-4,7	-2,0	-7,6
Or (\$/unça)	2.857,8	2.798,4	2,1	8,9	40,4

Renda variable

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	5.954,5	6.040,5	-1,4	1,2	19,2
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	5.463,5	5.286,9	3,3	11,6	16,8
Ibex 35 (Espanya)	13.347,3	12.368,9	7,9	15,1	35,0
PSI 20 (Portugal)	6.800,1	6.524,3	4,2	6,6	10,0
Nikkei 225 (Japó)	37.155,5	39.572,5	-6,1	-6,9	2,9
MSCI emergents	1.097,3	1.093,4	0,4	2,0	9,4

Una conjuntura geopolítica

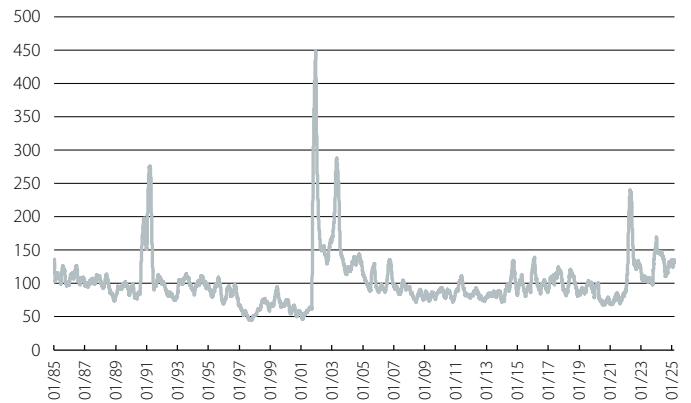
Un nou ordre geopolític... Les últimes setmanes han estat ineludiblement marcades per la geopolítica. En les seves sis primeres setmanes a la Casa Blanca, el president Trump ha aconseguit trastornar l'ordre mundial repetides vegades. De manera que podem esperar quatre anys d'una Administració nord-americana més unilateralista, més transaccional i més confrontativa. En el front geopolític, sembla que el mantra «pau a través de la força» s'està aplicant al peu de la lletra. Dies després d'una controvertida proposta per al conflicte israelià-palestí, l'Administració Trump ha deixat els aliats europeus lluitant per mostrar un front unit, després de l'inici unilateral de les negociacions sobre el futur d'Ucraïna amb Rússia, sense la presència del president Zelenski. Tot seguit, hi ha hagut un vot històric a les Nacions Unides contra la condemna a les accions de Moscou i el suport a la integritat territorial d'Ucraïna, on els EUA han votat al costat de Rússia, de l'Iran i de Corea del Nord. El punt culminant d'aquesta seqüència d'esdeveniments vertiginosa ha estat la visita a la Casa Blanca del president Zelenski, que ha acabat en un conflicte diplomàtic i amb l'anunci de la suspensió de l'ajuda militar dels EUA. Les reunions d'emergència dels líders europeus subratllen el delicat moment per al continent. Una part de la resposta europea vindrà en format d'una major despesa en defensa, tot i que persisteixin els dubtes sobre el seu format i sobre el finançament, així com sobre la posició de la UE en el nou equilibri geopolític.

... i un nou desordre comercial. En el front de la política comercial, s'han aprovat augments d'aranzels sobre les importacions als EUA des de la Xina (+10 p. p. a l'inici de febrer i +10 p. p. a l'inici de març), des del Canadà i des de Mèxic (el 25%, llevat de les importacions de béns energètics des del Canadà, 10%), i d'alumini i d'acer a nivell global (fins al 25%), mentre que els aranzels sobre la UE, ara com ara, no han estat concretats. Això sí, el president Trump ha assenyalat pujades d'aranzels pròximes i ha ordenat la preparació de mesures recíproques, que inclourien diferencials aranzelaris i, potencialment, barreres no aranzelàries. Entre anuncis oficials i piulades nocturnes, és cert que la incertesa sobre les polítiques comercials enfosquirà les perspectives econòmiques a curt i a mitjà termini, amb un risc elevat d'escalada proteccionista global.

Un inici d'any turbulent ja amb efectes aparents sobre la confiança. Al gener, el PMI compost d'activitat global es va situar en els 51,8 punts, 8 dècimes per sota del nivell de tancament del 2024, amb caigudes generalitzades dels serveis, només compensades parcialment per una lleugera millora de l'activitat del sector manufacturer. Al febrer, aquestes tendències es van mantenir als EUA i a la zona de l'euro, davant l'acceleració de les comandes en algunes indústries, que, possiblement, s'anticipaven a l'escalada aranzelària. Va destacar, en particular, la desacceleració clara dels PMI dels serveis als EUA, dels 56,8 punts del desembre als 49,7 del febrer, el seu nivell més baix en dos anys. El deteriorament de la confiança empresarial s'atribueix a la caiguda de l'activitat i de les noves comandes, afectades per la incertesa, per les retallades de la despesa federal i per les perspectives d'una inflació més elevada. Aquest deteriorament dels nivells de confiança s'observa també a les enquestes de confiança dels consumidors als EUA. A més a més, la caiguda de l'índex manufacturer ISM (dels 50,9 als 50,3 punts),

Global: risc geopolític

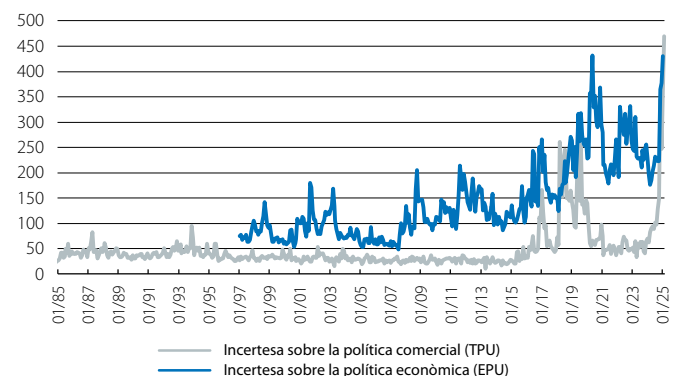
Índex (100 = mitjana 1985-2019)



Notes: L'índex es construeix a partir d'articles de diaris, mitjançant la cerca de paraules clau relacionades amb riscos geopolítics als arxius electrònics de 10 diaris publicats en anglès. Un valor més alt per a l'índex assenyalava un augment del risc. Es mostra la mitjana de 90 dies.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Caldara, D. i Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk».

Global: incertesa econòmica

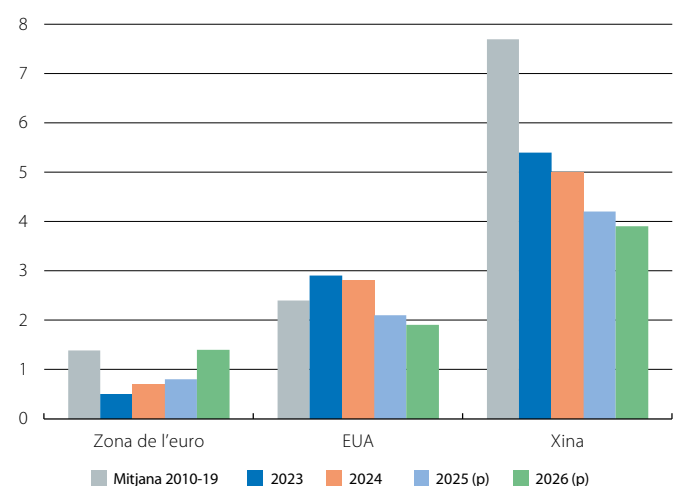
Índex



Notes: Els índexs es construeixen a partir d'articles de diaris, mitjançant la cerca de paraules clau relacionades amb la incertesa sobre les polítiques comercials (TPU) i econòmiques (EPU). Un valor més alt per a cada índex assenyalava un augment de la incertesa. L'EPU utilitza una mitjana (ponderada pel PIB de cada país) dels índexs nacionals d'una mostra de 21 països i té com a base 100 la mitjana del 1997-2015. El TPU està normalitzat a 100, per a una proporció de l'1% dels articles de 7 diaris (en la seva majoria, nord-americans) que discuteixen la incertesa de les polítiques comercials.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Baker, S. et al. (EPU) i de Caldara, D. et al. (GPR) (descarregades des de <https://www.policyuncertainty.com> el 25-2-2025).

Global: PIB

Variació interanual (%)



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

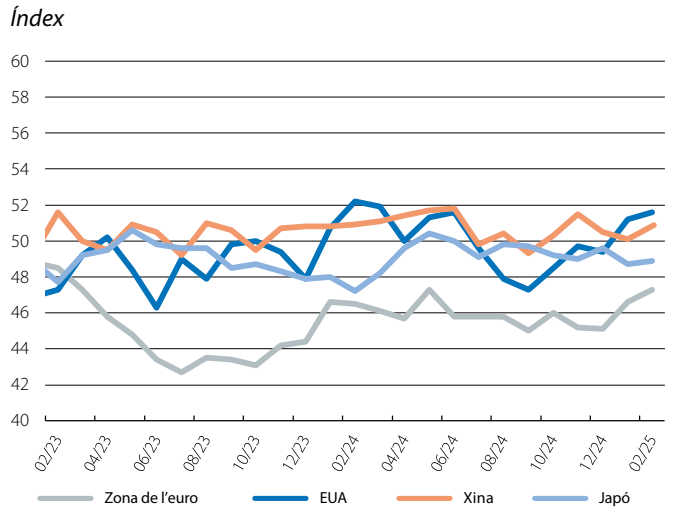
amb fortes oscil·lacions en els components de noves comandes (a la baixa) i de preus (a l'alça), assenyalant que la recuperació dels últims mesos, si esclata una guerra comercial, pot estar en risc de revertir-se.

La zona de l'euro, entre la ressaca electoral alemanya i les dades mixtes del 1T. Després de la victòria de la CDU/CSU de Friedrich Merz, s'espera l'inici de les negociacions per a una Gran Coalició entre la CDU i l'SPD, amb importants desafiaments en el futur, com la reforma del «fre del deute», sense la qual l'augment de la inversió en infraestructures i de la despesa en defensa serà limitat. Mentrestant, l'índex de sentiment econòmic Ifo es va mantenir sense canvis al febrer, pròxim als 85 punts, molt per sota del llindar de 100 que apunta a creixements pròxims a l'històric. A la zona de l'euro, l'índex de sentiment econòmic va pujar fins als 96,3 punts (vs. el 95,3 anterior), gràcies a les millores a Alemanya i a França. D'altra banda, la taxa d'atur es va mantenir en el 6,2% al gener, malgrat que alguns indicadors, com el component d'ocupació dels PMI, apunten a una tendència de desacceleració del mercat laboral.

Acceleració del creixement a Àsia al final del 2024 i començament del 2025. El PIB del Japó va créixer el 0,7% intertrimestral en el 4T 2024 (vs. el 0,4% del 3T), amb el sector exterior com a principal motor de creixement. En el conjunt de l'any, l'economia nipona amb prou feines va créixer el 0,1% (vs. l'1,5% del 2023), però les dades més recents del PIB i de la inflació podrien reforçar la confiança del Banc del Japó per pujar els tipus d'interès en els propers mesos, en particular si van acompanyats per pujades salarials durant la negociació anual de primavera entre les grans empreses japoneses i els sindicats. A l'Índia, l'economia va créixer el 6,5% el 2024 (vs. el 7,7% del 2023), i el desglossament per components mostra que el consum privat va continuar sent el principal suport de l'economia en el 4T. D'altra banda, l'acceleració de la despesa pública s'hauria de mantenir al llarg d'enguany, amb una intensificació del suport de la política fiscal i d'una política monetària amb més èmfasi en el suport al creixement. A la Xina, els PMI assenyalen una acceleració de l'economia al febrer en relació amb el mes anterior. Tot i que el suport de la política fiscal i la recuperació del sector immobiliari podrien donar suport a l'economia del gegant asiàtic, l'escalada aranzelària continua sent un risc important a la baixa.

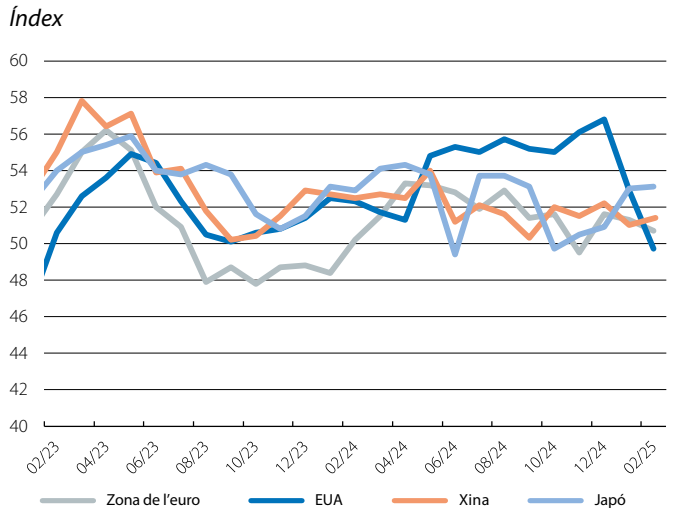
Noves previsions per al 2025-2026: entre inèrcies, aranzels i més inflació. Davant un horitzó d'elevada incertesa econòmica i geopolítica, revisem les previsions de creixement globals (per a més detalls, vegeu el Focus «[Les polítiques de Trump, el principal interrogant dels escenaris econòmics globals](#)»). A la zona de l'euro, revisem a la baixa les previsions per al 2025 (el 0,8%, en relació amb l'1,3% anterior) i per al 2026 (l'1,4%, en relació amb l'1,8% anterior). Als EUA i a la Xina, les revisions a l'alça s'expliquen, sobretot, per les dades de PIB més sòlides del que s'esperava en la segona meitat del 2024, i s'ha incorporat l'impacte negatiu d'unes pujades d'aranzels relativament contingudes. En conjunt, esperem un entorn més inflacionista, principalment a les economies avançades. En aquest context, hem revisat a l'alça les nostres previsions d'inflació per als EUA, fins al 3,1% el 2025 (+ 1 p. p.) i el 2,7% el 2026 (+ 0,7 p. p.). A la zona de l'euro, les últimes dades reforcen les dinàmiques de desinflació observades al llarg dels últims mesos, on destaca, en particular, el descens de la inflació dels serveis (fins al 3,7%, el nivell més baix en 10 mesos).

Global: PMI de manufactures



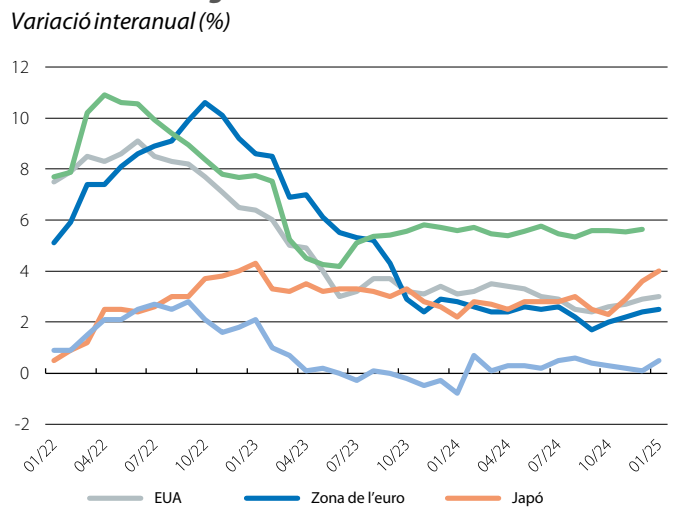
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global i de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina, via Bloomberg.

Global: PMI de serveis



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

Global: inflació general



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

Inflació a la Xina: cap on reptarà la serp?

Mentre que la majoria de les economies avançades i emergents han fet front a un període d'inflació elevada en els dos últims anys, a la Xina, la inflació es va mantenir pròxima a zero. La inflació nucli, que exclou els components més volàtils, com els aliments i l'energia, s'ha apropat al 0,5%, no gaire lluny de la mitjana registrada des del 2005 (prop de l'1%), però amb una dinàmica persistent de descens des del 2018. Què explica el cicle recent d'inflació baixa i quins factors de risc podrien transformar-lo en una crisi deflacionista?

Una relació entre oferta i demanda

En els dos últims anys, el 50% dels components de la cistella de consum van mantenir una inflació mitjana negativa (el 23% per sota del -2%), i només el 10% ha registrat una inflació superior al 2% (vegeu el primer gràfic).¹ Entre els símptomes més visibles de la moderació recent de la inflació al gegant asiàtic, trobem les caigudes persistents dels preus dels aliments, dels béns duradors, dels automòbils i dels lloguers.² En el cas dels aliments, malgrat les caigudes de preus de diversos productes (com la carn, l'oli i els ous) i el seu pes elevat a la cistella de consum, és probable que aquestes caigudes es reverteixin, atesa l'elevada volatilitat d'aquests components. D'altra banda, les caigudes de preus dels lloguers són un símptoma més de la crisi del sector immobiliari que assola el país des del 2021. Atès que costarà absorbir l'excés de capacitat en aquest sector, continuarà exercint pressió a la baixa sobre la inflació en els propers anys, per via directa (per les caigudes de preus dels lloguers i de l'habitatge) o per via indirecta (per una menor demanda de béns duradors relacionats amb l'habitatge i pels efectes de confiança o de riquesa).

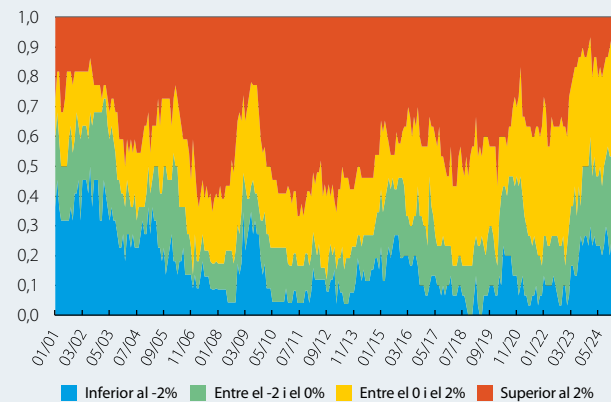
Destaca també el sector de l'automòbil (vegeu el segon gràfic), que acumula un període de dos anys amb una deflació pròxima al 5% (en relació amb una mitjana històrica del -2%), en un context de millora de la productivitat al sector, de forta competència i d'alentiment de la demanda de cotxes, un cas il·lustratiu dels factors estructurals que expliquen l'actual cicle d'inflació baixa.³ Tenint en compte tot això, hi ha elements que conviden a pensar que les pressions a la baixa sobre la inflació dels últims anys no estan tan cenyides per sectors i que l'economia xinesa s'està enfrontant a un excés crònic d'oferta (o de falta de demanda).

1. En un episodi deflacionista anterior, el 2009, la inflació nucli es va situar en el -1%. Més del 30% de la cistella de consum va mantenir llavors una inflació superior al 2% (principalment, béns i serveis essencials, com l'alimentació, i relacionats amb l'habitatge), mentre que la inflació dels serveis es va situar en el -1% durant el període (en relació amb un percentatge proper a l'1% des del 2023).

2. Per exemple, també s'han observat caigudes de preus significatives en equipament de comunicacions, tot i que han estat més reduïdes que les registrades històricament (el -2% en els dos últims anys, en relació amb gairebé el -10% des del 2001).

Xina: semàfor de la inflació

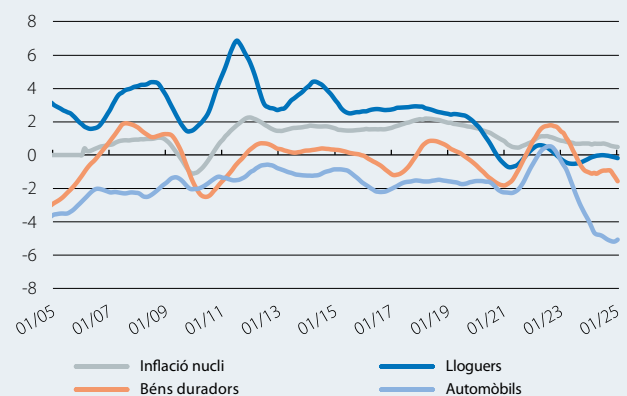
(% dels components de la cistella de l'IPC)



Nota: Per als 30 components principals de la cistella de consum, s'il·lustra a cada mes el percentatge de components que ha registrat una inflació interanual en els rangs indicats.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina, via Bloomberg.

Xina: components de la inflació nucli

Variació interanual, mitjana de 12 mesos (%)



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

Per analitzar de manera més sistemàtica el fenomen de l'excés de capacitat a la indústria, contrastem l'evolució de la inversió amb la dels preus de producció. Tot i que hi ha una correlació negativa entre les dues variables, és a dir, a més inversió acumulada en els últims anys més caigudes de la inflació dels preus de producció, la situació és diferent per sectors. D'una banda, sectors com l'automòbil, la maquinària o el tèxtil mostren fluxos d'inversió moderats i caigudes també moderades de preus, mentre que els sectors d'equipaments elèctrics i d'electrònica presenten fluxos d'inversió entre els més elevats, però amb caigudes de preus de producció moderades. Això

3. En concret, les vendes de vehicles bàsics de passatgers han augmentat prop del 2% el 2023 i el 2024, en relació amb un creixement mitjà històric pròxim al 4% anual, mentre que les vendes de SUV han augmentat prop del 15%, en relació amb una mitjana històrica superior al 30%. En conjunt, aquestes dues categories representen més del 80% de la demanda total d'automòbils.

convida a pensar que aquest és un fenomen multidimensional. En sectors tecnològicament més avançats, el repunt de la inversió es pot explicar, senzillament, per les necessitats d'inversió més elevades i per una demanda més exigent i dinàmica.⁴ D'altra banda, en sectors com els metalls i la indústria química, que acoblen inversions acumulades elevades amb caigudes significatives de preus, el cas sembla diferent.

En el cas d'alguns d'aquests sectors, al binomi d'inversions elevades i caigudes significatives de preus, s'afegeix una caiguda sostinguda de la rendibilitat (vegeu el tercer gràfic). Aquest és el cas de la indústria química, de la paperera o del tèxtil i de l'automòbil, i els casos més extrems es troben als sectors de minerals i de processament de metalls fèrrics. Al primer, s'ha registrat un creixement acumulat de la inversió del 30%, amb unes caigudes de preus del 9% i de beneficis superiors al 50%. Al segon, la inversió gairebé s'ha duplicat, i s'han registrat caigudes de preus superiors al 10% i de beneficis pròximes al 90%. D'altra banda, és destacable que sectors com els productes elèctrics, l'electrònica o la maquinària hagin registrat augments de rendibilitat en el mateix període.

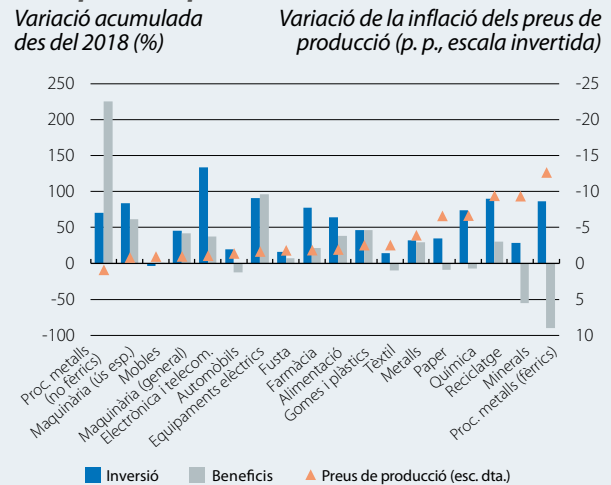
Inflació o deflació a la Xina: aquesta vegada és diferent?

L'actual cicle deflacionista a la Xina té, així, alguns matisos rellevants. Malgrat que sembla que els problemes de sobrecapacitat de la indústria estan concentrats en alguns sectors de l'economia, com la indústria química i de metalls, aquests tenen importants ramificacions en altres sectors d'activitat. D'altra banda, en sectors com el tèxtil o de béns de consum durador (com el sector de l'automòbil), l'episodi de caiguda de preus es podria explicar més aviat per l'estancament de la demanda interna.

Així mateix, malgrat estiguin localitzats, els problemes crònics de sobrecapacitat en indústries a l'inici de la cadena de valor continuaran pressionant els preus «aigües avall», és a dir, als sectors que utilitzen aquests productes com inputs de producció. Igualment, la crisi del sector immobiliari continuarà exercint una pressió negativa sobre els preus i sobre la demanda dels consumidors xinesos.⁵ En aquest sentit, és probable que, a la Xina, la inflació es mantingui en nivells pròxims a zero en els propers anys.

Però és aquest un cicle deflacionista més o l'economia xinesa pot entrar en una fase de «japonització»? Aquest procés fa referència a una fase prolongada de baix creixe-

Xina: evolució de la inversió, de la rendibilitat i dels preus de producció a la indústria



Nota: Per calcular el diferencial de creixement dels preus de producció, es compara la inflació mitjana dels preus de producció entre el gener del 2023 i del 2025 amb la inflació mitjana registrada en el període 2015-2019.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

ment econòmic i de baixa inflació, que, en el cas del Japó, des del final dels anys vuitanta, va tenir l'origen en l'esclat d'una bombolla immobiliària i en les taxes de fertilitat molt baixes, dos factors en comú amb el moment actual de l'economia xinesa. En aquesta equació, el factor determinant serà l'evolució de la demanda interna. Des del procés d'obertura del gegant asiàtic en els anys noranta, el desequilibri entre oferta i demanda a la Xina ha estat absorbit per la resta del món, una «compensació» que, fins i tot, s'ha intensificat en els últims anys, amb guanys de quota de mercat global per part de la Xina, ancorats en una competitivitat-preu molt elevada. Davant una nova escalada de tensions comercials, aquest cop la tasca principal se situarà a l'altre costat de la muralla. El model econòmic xinès podrà adaptar-s'hi?

Lúis Pinheiro de Matos

4. A més a més, alguns d'aquests sectors estan inclosos al pla Made in China 2025, que busca desenvolupar determinades indústries considerades estratègiques. Així mateix, en els casos de sectors com l'electrònica o com els aparells elèctrics, aquest esforç concertat d'inversió ha anat acompanyat d'importants guanys en quotes de mercat globals en els últims anys (és el cas, per exemple, dels components relacionats amb les energies verdes).

5. Per a més detalls, vegeu el Focus «Què passa amb els consumidors xinesos?», a l'IM07/2024.

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

ESTATS UNITS

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Activitat									
PIB real	2,9	2,8	2,9	3,0	2,7	2,5	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	5,2	3,4	2,8	3,4	3,5	3,9	3,9	3,9	...
Confiança del consumidor (valor)	105,4	104,5	106,3	98,9	102,2	110,6	109,5	105,3	98,3
Producció industrial	0,2	–0,3	–0,5	0,0	–0,4	–0,3	0,3	2,0	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,8	48,5	47,3	48,2	49,2	50,9	50,3
Habitatges iniciats (milers)	1.421	1.367	1.407	1.340	1.332	1.388	1.515	1.366	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	312	330	325	329	332	336	338	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	4,0	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,0	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,3	60,1	60,2	60,1	60,0	59,9	60,0	60,1	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	–3,1	–3,1	...	...
Preus									
Inflació general	4,1	3,0	3,2	3,2	2,6	2,7	2,9	3,0	...
Inflació nucli	4,8	3,4	3,8	3,4	3,2	3,3	3,2	3,3	...

JAPÓ

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Activitat									
PIB real	1,5	0,1	–0,8	–0,8	0,6	1,2	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	35,2	37,2	38,9	37,0	36,8	36,3	36,2	35,2	35,0
Producció industrial	–1,4	–2,7	–4,3	–2,9	–1,8	–1,8	–3,2	2,6	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	11,0	13,0	13,0	14,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,0	–1,2	–1,0	–1,0	–0,9	–0,9	–1,0	...
Preus									
Inflació general	3,3	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	3,7	4,0	...
Inflació subjacent	3,9	2,4	3,2	2,2	2,0	2,3	2,4	2,6	...

XINA

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Activitat									
PIB real	5,4	5,0	5,3	4,7	4,6	5,4	–	–	–
Vendes al detall	7,8	3,3	4,7	2,6	2,7	3,8	3,7	...	...
Producció industrial	4,6	5,6	5,8	5,9	5,0	5,6	6,2	...	...
PMI manufactures (oficial)	49,9	49,8	49,7	49,8	49,4	50,2	50,1	49,1	50,2
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	865	995	841	864	897	995	995	...	...
Exportacions	–5,1	4,6	–1,7	4,4	5,4	10,0	10,5	...	...
Importacions	–5,5	1,1	1,6	2,5	2,3	–1,8	1,0	...	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,2	0,1	0,5	...
Tipus d'interès de referència ³	3,5	3,1	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1
Renminbi per dòlar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3

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

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

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Vendes al detall (variació interanual)	-1,9	1,0	0,0	0,2	2,0	1,8	1,9	...	...
Producció industrial (variació interanual)	-1,7	-2,9	-4,7	-3,8	-1,5	-1,6	-2,0	...	...
Confiança del consumidor	-17,4	-14,1	-15,5	-14,3	-13,1	-13,6	-14,5	-14,2	-13,6
Sentiment econòmic	96,4	95,9	96,1	96,0	96,3	95,1	93,8	95,3	96,3
PMI manufactures	45,0	45,9	46,4	46,3	45,8	45,5	45,1	46,6	47,6
PMI serveis	51,2	51,5	50,0	53,1	52,5	52,1	51,6	51,3	50,6
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	0,7	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2	6,2	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5	...
França (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3	...
Itàlia (% pobl. activa)	7,7	6,6	7,1	6,7	6,3	6,2	6,4	6,3	...
PIB real (variació interanual)	0,5	0,7	0,4	0,5	0,9	0,9	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-	-	-
França (variació interanual)	1,1	1,1	1,4	1,0	1,2	0,6	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	0,8	0,5	0,3	0,6	0,6	0,6	-	-	-

Preus

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
General	5,5	2,4	2,6	2,5	2,2	2,2	2,4	2,5	2,4
Nucli	5,0	2,8	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6

Sector exterior

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Saldo corrent	2,1	3,5	2,6	3,2	3,3	3,5	3,5	...	...
Alemanya	5,8	5,8	6,1	6,3	6,2	5,8	5,8	...	...
França	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,4	-0,4	...	...
Itàlia	0,0	1,4	0,5	0,9	1,1	1,4	1,4	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	94,2	93,5	93,4	93,0

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	2,7	0,8	0,3	0,4	1,0	1,4	1,7	2,0	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	1,7	0,5	0,2	0,3	0,5	0,9	1,1	1,3	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	5,1	4,9	4,4	4,2	4,1	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,8	4,7	4,3	4,2	4,1	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	-8,5	-3,9	-8,8	-5,5	-2,5	1,2	1,9	2,9	...
Altres dipòsits a curt termini	21,1	12,3	18,3	14,3	10,5	5,9	4,4	3,3	...
Instrumentos negociables	20,3	20,0	20,6	19,8	22,1	17,6	15,8	14,7	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	2,7	3,0	3,2	3,1	3,0	2,6	2,5	2,3	...

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

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

L'economia espanyola arrenca l'any amb bon peu

Els indicadors que s'han anat coneixent en els primers mesos de l'any llancen senyals positius que apuntarien a un to dinàmic de l'economia espanyola en el 1T 2025, tot i que a un ritme una mica menys vigorós que en el trimestre anterior.

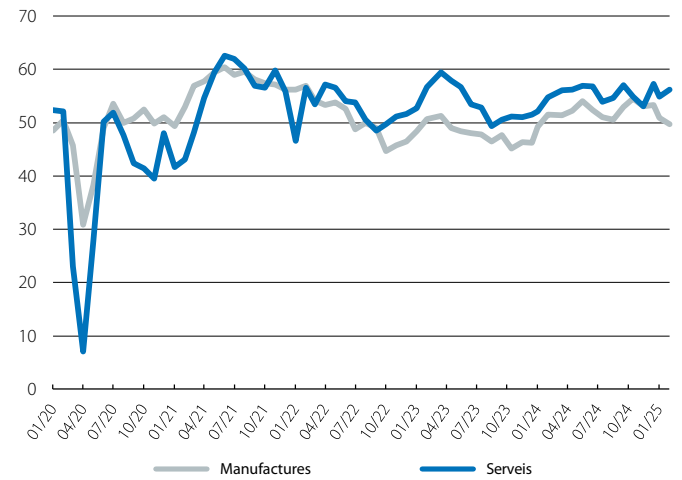
El sector serveis manté un dinamisme notable. El PMI del sector ha augmentat fins a situar-se, de mitjana, en 55,6 punts en els dos primers mesos de l'any, en relació amb els 55,1 del 4T 2024. La millora de l'activitat continua tenint el suport de la fortalesa de la demanda, en especial de les activitats comercials, que, al seu torn, es veuen impulsades per un sector turístic molt dinàmic. En aquest sentit, les dades més recents confirmen la fortalesa de l'activitat turística: al gener, el nombre de turistes estrangers que van arribar al nostre país va vorejar els 5,1 milions, la qual cosa representa un creixement del 6,1% interanual i del 20,7% en relació amb els nivells prepandèmia (gener del 2019).

Els senyals són una mica més febles a la indústria, ja que l'índex PMI del sector manufacturer es va situar, al febrer, per sota dels 50 punts (49,7), quelcom que no succeïa des del gener del 2024, tot i que, en la mitjana del gener-febrer, es va situar encara en terreny expansiu (50,3 vs. 53,6 en el 4T 2024). Tant la producció com les noves comandes es frenen, en un context d'afebliment de la demanda, davant un clima d'incertesa elevada. Els senyals són una mica més positius pel costat de l'ocupació al sector industrial, amb un creixement dels afiliats de l'1,7% interanual al gener-febrer, en relació amb l'1,6% del 4T 2024. En general, l'evolució del sector industrial es veu condicionada negativament per l'atonía de la demanda procedent dels nostres principals socis europeus o pels dubtes sobre la política aranzelària dels EUA. En aquest sentit, tot i que l'exposició directa d'Espanya a aquests canvis és relativament baixa, sectors com l'agroindustrial o el farmacèutic es podrien veure particularment afectats. A més a més, la incertesa geopolítica podria provocar l'ajornament de projectes d'inversió.

Pel costat del consum, els indicadors apunten a una moderació dels ritmes d'avanç, després del bon tancament del 2024. Així, el creixement de les matriculacions de turismes es va normalitzar al gener-febrer, en situar-se en el 8,4% interanual, en relació amb l'extraordinari 14,4% anotat en el 4T 2024, molt condicionat per la dada del desembre, la millor en aquest mes en quatre anys. En termes anualitzats, les matriculacions superen el milió d'unitats, quelcom que no succeïa des de mitjan 2020. Per la seva banda, l'indicador de CaixaBank Research mostra que l'activitat de les targetes espanyoles està tenint una evolució de més a menys en l'arrencada d'enguany, amb un creixement, fins al 21 de febrer, del 3,8% interanual, lleugerament per sota del ritme anotat en el 4T 2024 (el 4,0%).

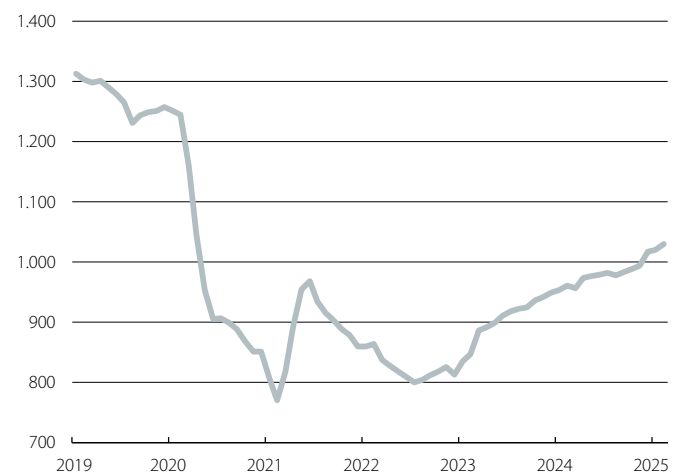
La creació d'ocupació manté un ritme notable de creixement. L'afiliació mitjana va augmentar al febrer en 100.340 persones, una mica per sota de l'avanç de l'any passat (103.621), però notablement per damunt dels 70.616 de mitjana en els mesos de febrer del 2014-2019. Un cop corregida l'estaciona-

Espanya: PMI Nivell



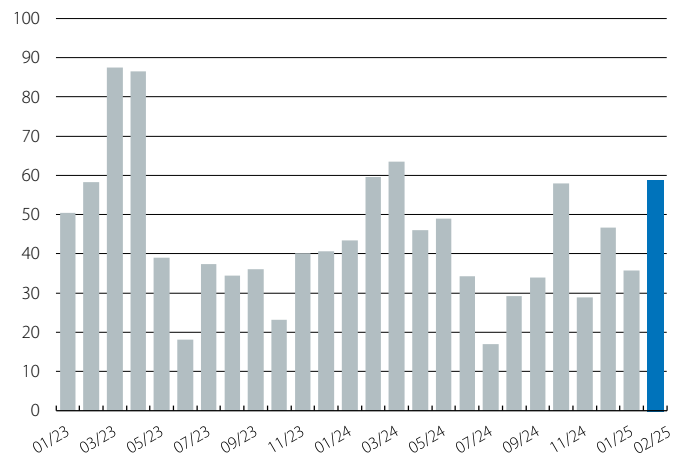
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.

Espanya: matriculació de turismes Acumulat en els 12 últims mesos (milers)



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social Variació intermensual (milers de persones)



Nota: Sèrie corregida d'estacionalitat.

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

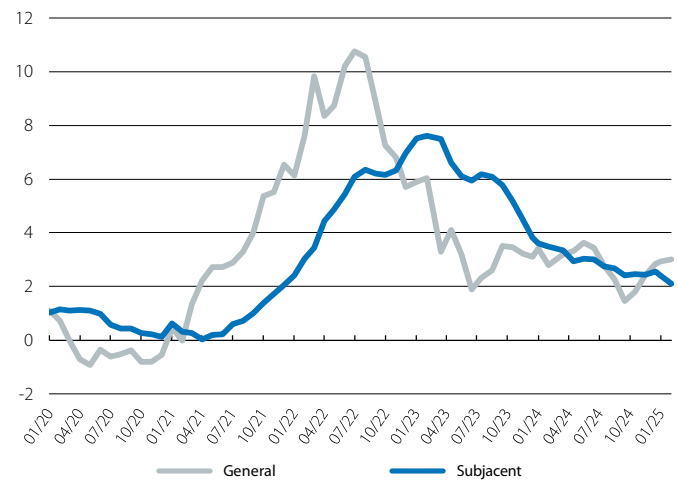
litat, l'ocupació anota una pujada mensual de 58.735 afiliats, el major augment des del març del 2024, de manera que el creixement mitjà mensual des de l'inici de l'any puja a 47.246 treballadors, xifra que supera la de la mitjana del 4T 2024 (44.522). A més a més, destaca la millora de la contractació indefinida, de manera que la taxa de temporalitat continua caient, fins a l'11,8%, 2 dècimes menys que el mes anterior i la taxa més baixa de la sèrie.

La inflació general prolonga la senda ascendent, però la subjacent cau a mínims des del 2021. Segons l'indicador avançat publicat per l'INE, la inflació general es va situar, al febrer, en el 3,0%, 1 dècima més que el mes anterior i la taxa més alta des del juny del 2024. Sense disposar del desglossament per components, l'INE apunta que aquest resultat ve marcat, principalment, per l'augment dels preus de l'electricitat, que continua afectada per la pujada de l'IVA del 10% al 21% aplicada a la tarifa elèctrica al gener. En canvi, la inflació subjacent (que exclou els productes energètics i els aliments no elaborats) continua disminuint de forma gradual i va caure 3 dècimes, fins al 2,1%, el registre més baix des del desembre del 2021. D'aquesta manera, les tendències de fons dels preus es continuen mantenint a la baixa, més enllà del repunt de l'indicador general.

El dèficit comercial millora lleugerament el 2024, gràcies al component energètic. La balança comercial va registrar, el 2024, un dèficit de 40.276 milions d'euros, xifra equivalent al 2,5% del PIB i que rebaixa en 1 dècima l'anotada el 2023. Aquesta lleugera correcció del desequilibri comercial va ser deguda, exclusivament, a la millora de la balança energètica. Així, el dèficit energètic es va reduir el 3,4%, fins als 35.929 milions d'euros, gràcies al descens de les importacions (el -8,0%), amb les compres en volum gairebé estancades (el -0,3%) i amb els preus caient amb força (el -8,3%). En canvi, la balança de béns no energètics va empitjorar amb intensitat, en augmentar el seu dèficit el 29,7%, fins als 4.347 milions, en un context d'escàs dinamisme dels intercanvis (l'1,3% les exportacions i l'1,5% les importacions). En aquest sentit, les exportacions no energètiques en volum van recular per segon any consecutiu, el 0,9%, fins a mínims des del 2020. Per a una anàlisi més detallada del balanç del sector exterior el 2024, vegeu el Focus «[Excel·lents registres del sector exterior el 2024](#)», en aquest mateix informe.

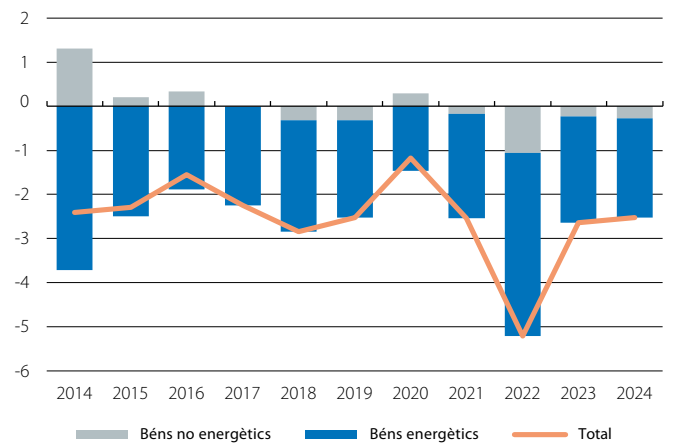
La demanda d'habitatge guanya impuls el 2024. Després de la reculada puntual de l'activitat el 2023 (el -10,2%), associada als elevats tipus d'interès, el nombre d'operacions de compravenda va créixer el 10% el 2024, fins als 642.000 habitatges. Es tracta del tercer millor registre de la sèrie històrica, només per darrere del màxim del 2007, en ple *boom* immobiliari, i del repunt del 2022 després de la pandèmia. Aquesta reactivació respon a diversos factors: el canvi d'orientació en la política monetària, la solidesa de l'economia i, en especial, del mercat laboral, la recuperació de la renda disponible de les llars i el creixement poblacional, impulsat per uns fluxos migratoris positius. En un context de demanda a l'alça i d'oferta encara insuficient, els preus continuen pujant: en el 4T 2024, el valor taxat de l'habitatge va augmentar el 2,7% intertrimestral i va situar la pujada interanual en el 7,0%, la més intensa des del 1T 2007.

Espanya: IPC
Variació interanual (%)



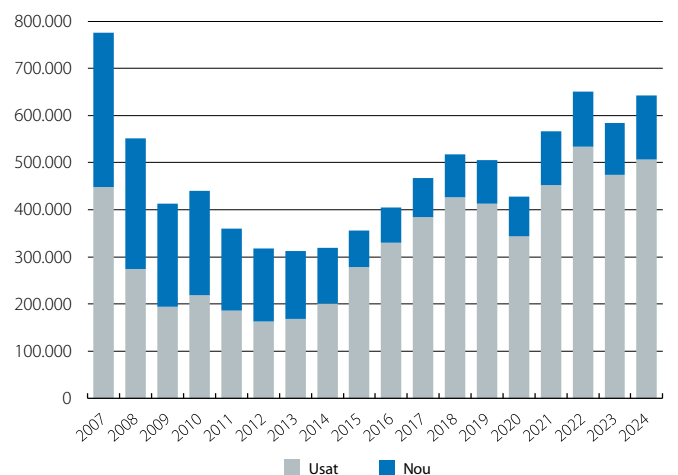
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: saldo de la balança comercial de béns
(% del PIB)



Notes: Dades de comerç de béns energètics segons la classificació de Grups d'Utilització. Les dades del 2024 són provisionals.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Duanes.

Espanya: compravendes d'habitatge
Unitats



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

Nou escenari econòmic: optimisme prudent en un context d'incertesa

El 2024 ens deixa un bon punt de partida

L'economia espanyola va oferir de nou una molt bona dada de creixement en el tram final del 2024. En el 4T 2024, el PIB va créixer el 0,8% intertrimestral, esperonat per l'avanç del consum privat i de la inversió, i va tornar a créixer molt per damunt del conjunt de la zona de l'euro, que es va mantenir estancada en termes intertrimestrals. Amb aquesta dada a la mà, l'economia va créixer un notable 3,2% en el conjunt del 2024.

Al llarg del 2024, el creixement es va basar, principalment, en la demanda interna. Dels 3,2 punts de creixement del PIB, el consum privat va aportar 1,6 p. p., secundat pel bon comportament del mercat laboral i pel fort creixement demogràfic, mentre que el consum públic va aportar 1 p. p. més. Per la seva banda, el sector exterior va contribuir amb 0,4 p. p. al creixement, gràcies al bon comportament de les exportacions de serveis i al to moderat de les importacions, tot i que la seva contribució va ser en descens al llarg de l'any. El bon resultat del 2024 llueix encara més si tenim en compte que aquest creixement va tenir lloc en un context de tipus d'interès encara elevats, malgrat que ja en trajectòria descendent, i de creixement anèmic dels nostres principals socis comercials europeus.

El punt de partida és bo, no solament pels últims registres de creixement, sinó també per l'absència de clars desequilibris financers. La balança per compte corrent va anotar el 2024 un superàvit per tretze anys consecutius. Aquesta millora continuada ha permès que la posició d'inversió internacional neta –que mesura la diferència entre els actius i els passius financers en relació amb la resta del món– hagi reduït el saldo deutor fins a situar-se per sota del 50% del PIB (el 97,5% del PIB el 2009). Així mateix, el deute privat (llars i empreses no financeres) es manté contingut en el 125,1% del PIB segons les últimes dades del 3T 2024, per sota de la mitjana de la zona de l'euro del 153,5%, i el deute públic també ha mantingut una trajectòria descendent, fins a assolir el 101,8% al desembre del 2024, 3,3 p. p. menys en relació amb l'any anterior.

La fortalesa del creixement en el tram final del 2024 impacta mecànicament sobre el creixement previst per al 2025. A tall d'exemple, fins i tot si l'economia es mantingués estancada durant tot el 2025 en el nivell del PIB del final del 2024, el creixement anual del 2025 seria de l'1,2%, perquè el punt de partida és més elevat que el nivell del PIB mitjà de l'any anterior.

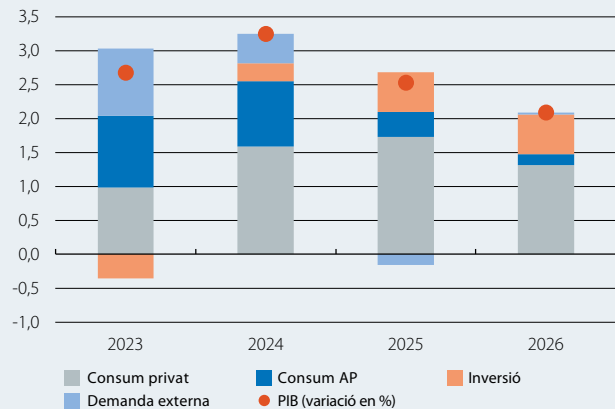
Revisió dels supòsits subjacents de l'escenari

Els supòsits subjacents de l'escenari sobre l'evolució de la política monetària del BCE, el preu de l'energia i el tipus de canvi es mantenen en una direcció que reforça la narrativa que el consum i la inversió haurien de guanyar protagonisme com a motors del creixement, en detriment de la demanda externa.

En primer lloc, el nostre escenari contempla una moderació gradual de la inflació subjacent al conjunt de la zona de l'euro, fins a assolir el 2% al final del 2025. L'evolució de la inflació permetrà que, en un context de feblesa de la zona de l'euro, el BCE continuï reduint els tipus de referència de manera gradual, fins que el tipus *depo* assoleixi l'1,75% en el tram final del 2025 (la banda baixa del rang que es considera com a neutral).

En segon lloc, anticipem un lleuger descens del preu del barril de Brent: preveiem que el seu preu se situarà en els 76 dòlars/barril en la mitjana del 2025 (74,5 dòlars en l'escenari anterior),

Espanya: contribució al creixement del PIB (p. p.)



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

lleugerament per sota dels 79,8 dòlars en la mitjana del 2024. No obstant això, l'impacte sobre l'economia espanyola es veurà limitat a causa de la depreciació de l'euro. El major desacoblament entre les polítiques monetàries a les dues bandes de l'Atlàntic, amb un BCE que continua abaixant els tipus i una Fed que ha frenat el cicle de descensos, ha propiciat una depreciació de l'euro propera al 7% entre el setembre del 2024 i el gener del 2025. Preveiem que aquesta depreciació tindrà una certa continuïtat i que l'euro perdreà prop del 5% del valor en relació amb el dòlar en la mitjana del 2025 en relació amb la del 2024. D'aquesta manera, malgrat la caiguda del preu en dòlars, el preu del Brent en euros es mantindria pla en els 74 euros/barril.

Pel que fa a l'activitat als mercats exteriors, hem revisat a la baixa el creixement previst de la zona de l'euro per al 2025 en 0,5 p. p., fins al 0,8%, principalment, per la feblesa de l'economia alemanya i per la nova política aranzelària impulsada per l'Administració Trump. Aquest escenari lleugerament més advers reforça la narrativa que el creixement de les exportacions espanyoles es desaccelerará el 2025.

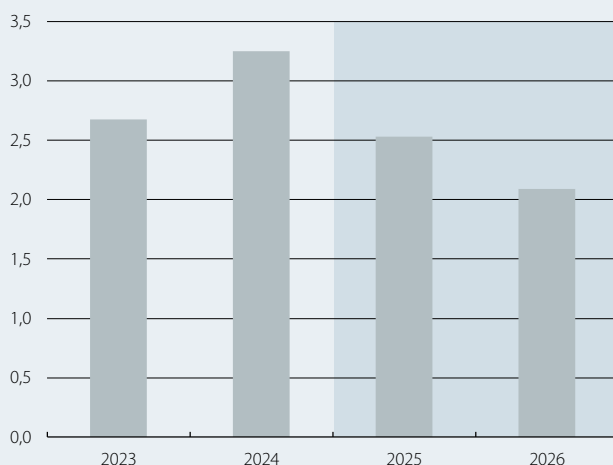
Perspectives

Les bones dades de creixement en el tram final del 2024 ens empenyen a revisar a l'alça la previsió de creixement del PIB per al 2025. No obstant això, la major probabilitat de tensions aranzelàries entre els EUA i la UE ens convida a la prudència. D'aquesta manera, preveiem que l'economia creixerà el 2,5% el 2025, per damunt del 2,3% previst amb anterioritat, tot i que una mica per sota de la revisió que podríem haver realitzat en absència d'aquest factor d'incertesa.

En concret, el nostre escenari suposa una situació de tensions aranzelàries «contingudes» en què no es produeix una escalada i en què, cap a la meitat de l'any, s'esvaeix la incertesa sobre aquest tema i les noves «regles del joc» queden ja establertes. Aquest supòsit comporta un impacte directe limitat i transitori en el cas de l'economia espanyola, ja que la reduïda exposició comercial als EUA implica un impacte estimat de 0,1 p. p. menys de creixement del PIB per cada augment de 10 p. p. dels aranzels, i limita la major font de risc, que són els impactes indirectes derivats de l'augment de la incertesa.

Espanya: PIB

Variació anual (%)



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

El creixement es basarà, principalment, en la demanda interna. Malgrat les bones xifres d'avanç del consum privat i de la inversió del 4T 2024, aquests dos components continuen encara molt endarrerits en relació amb els altres components del PIB. Així, mentre que el PIB del 4T 2024 es va situar el 7,6% per damunt del nivell prepanidèmia, el consum privat va assolir el 3,6% i la inversió, amb prou feines el 2,5%. La recuperació del consum privat durant el període postpanidèmia es desinfla encara més si tenim en compte l'augment de població experimentat des del 2022. Així, el consum real *per capita* en el 4T 2024 es va situar encara el 0,4% per sota del nivell prepanidèmia del 4T 2019. La caiguda dels tipus d'interès i la moderació gradual de la inflació donaran suport a l'avanç de la demanda interna. La inversió es veurà afavorida per l'esforç inversor relacionat amb els fons NGEU, i l'elevada taxa d'estalvi que presenten les llars, del 14,2% en el 3T 2024 en relació amb una mitjana del 7,3% en el període 2015-2019, també dona molt de marge de recorregut al consum privat.

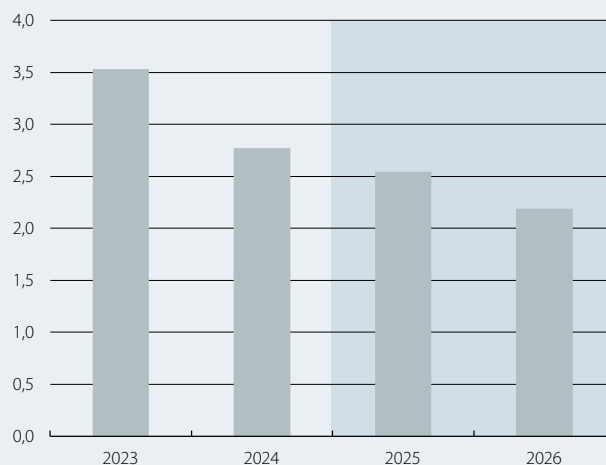
No obstant això, esperem que el creixement es moderi en relació amb l'any passat, a mesura que alguns dels vents de cua dels quals s'ha beneficiat la nostra economia en els últims trimestres perdin força. En particular, destaquem la normalització del ritme de creixement del sector turístic i una certa moderació dels influxos de població previstos. Així mateix, la sostinguda feblesa de l'economia europea, la previsió de creixement de la qual per al 2025 es manté per sota de l'1%, i el possible augment dels aranzels entre els EUA i la UE afectaran negativament la nostra economia.

En aquest sentit, preveiem que el sector exterior tindrà una contribució lleugerament negativa al creixement el 2025, en contraposició amb les contribucions positives dels anys anteriors. Aquesta contribució negativa s'explica per la moderació en el ritme de creixement de les exportacions, molt vinculada a la normalització del creixement del sector turístic i a la feblesa dels nostres principals mercats exportadors, i pel major impuls de les importacions, a causa de la fortalesa de la demanda interna.

Per la seva banda, preveiem que, enguany, la inflació mantindrà la senda de moderació i que, després d'anotar el 2,8% en la mitjana del 2024, se situarà en el 2,5% el 2025. Aquesta moderació derivarà de la reducció gradual de la inflació del component de serveis i d'una correcció més marcada de la inflació del component dels aliments (del 3,6% el 2024 al 2,0% el 2025), en

Espanya: inflació

Variació anual (%)



línia amb el que s'ha observat en els últims mesos. En canvi, el component energètic, esperonat per l'impacte que tindrà sobre el conjunt de l'any la normalització de l'IVA de la tarifa elèctrica que va tenir lloc al gener del 2025 i per l'impacte de la depreciació de l'euro sobre el preu del petroli, actuarà en sentit contrari i limitarà el grau de correcció de la inflació general.

Finalment, preveiem que el mercat laboral mantindrà un ritme robust de creixement de l'ocupació, tot i que una mica inferior al de l'any passat. Més concretament, preveiem que els ocupats creixeran el 2,0% el 2025, després d'anotar un 2,2% el 2024. En canvi, després del fort repunt que va experimentar la població activa el 2023, amb un creixement anual del 2,1%, el ritme de creixement de la població activa es va moderar lleugerament fins a l'1,3% el 2024. Preveiem que, el 2025, la població activa mantindrà un creixement notable (de l'1,2%), però una mica menys intens que el de l'any passat. Aquests supòsits sobre l'evolució de l'ocupació i de la població activa comportaran una millora de la taxa d'atur, que passarà de l'11,3% en el conjunt del 2024 al 10,7% el 2025.

Com és habitual, els riscos que planen sobre l'escenari són múltiples i materials. Els principals riscos alcistes estan relacionats amb un ritme superior a l'anticipat del creixement del consum i de la inversió si s'acceleren les baixades de tipus o les llars alliberen l'estalvi acumulat de forma més intensa. La possibilitat d'un alto el foc a Ucraïna també podria comportar un descens del preu de l'energia. No obstant això, els principals riscos continuen apuntant a la baixa i són de caràcter geopolític. En el pla internacional, un augment de les tensions comercials entre els EUA i la UE per damunt del que s'espera podria tenir un major impacte negatiu sobre els fluxos comercials i, per tant, sobre el creixement de la nostra economia i de la dels nostres socis comercials. Així mateix, no es pot descartar la possibilitat d'una major escalada del conflicte a l'Orient Mitjà, que podria provocar un fort augment dels preus del petroli. En el pla nacional, és important que l'execució dels fons NGEU vagi guanyant tracció i doni suport a la recuperació de la inversió empresarial.¹

Oriol Carreras Baquer i Zoel Martín Vilató

1. Vegeu l'article «Com estan anant a Espanya els fons NGEU: pa per avui i esperances per demà», en el Dossier d'aquest mateix informe.

Excel·lents registres del sector exterior el 2024

L'elevat dinamisme que està mostrant l'economia espanyola, amb un creixement del PIB el 2024 que va assolir el 3,2% i que va superar les previsions d'organismes i d'analistes, s'explica, en gran part, per l'excel·lent comportament del sector exterior, el qual es basa, en especial, en les exportacions de serveis, on destaca la robustesa habitual del turisme, però també el fort creixement dels serveis no turístics.

L'intercanvi de béns, de serveis i de rendes de l'economia espanyola amb l'exterior (balança per compte corrent) va presentar, el 2024, un superàvit del 3,0% del PIB (el 2,7% l'any anterior), un nivell molt pròxim al rècord històric assolit el 2016 (el 3,1%). Llevat de la subbalança de les rendes, el dèficit de les quals es va estabilitzar en l'1,3% del PIB,¹ la resta va contribuir a la millora del saldo corrent, tant la lleugera correcció del dèficit comercial –en concret, del component energètic, gràcies a l'intens abaratiment de les importacions– com l'ampliació del superàvit de serveis, fonamentalment del turisme.

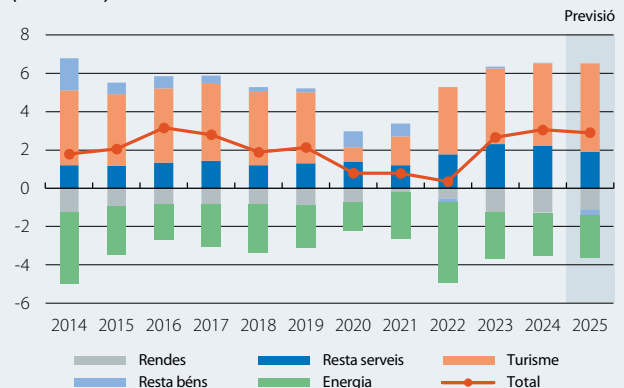
El dèficit comercial en termes de la balança de pagaments difereix lleugerament del registrat en termes de duanes, ja que inclou alguns ajustos.² Sense disposar encara de les dades de tancament del compte de béns de la balança de pagaments, estimem que el seu dèficit hauria passat del 2,3% del PIB del 2023 al 2,1%-2,2% el 2024. Malgrat el saldo negatiu de la balança comercial en termes globals, Espanya presenta importants superàvits amb alguns dels seus principals socis europeus –superàvits que, a més a més, s'han incrementat en els últims anys–, gràcies, principalment, a l'automòbil i, sobretot, a l'alimentació (vegeu el segon i el tercer gràfic). En sentit contrari, s'han ampliat els dèficits amb Alemanya (els dèficits en semimanufactures i en béns d'equipament són parcialment contrarestats pel superàvit de l'alimentació), amb la Xina (els béns d'equipament i les manufactures de consum expliquen el 75% del desequilibri) i amb els EUA, amb un balanç que s'ha deteriorat de forma notable en els últims anys, impulsat pel component energètic.

Pel que fa a la balança de serveis, les dades de turisme del 2024 van ser espectaculars: el superàvit va anotar un crei-

1. Amb dades fins al setembre, el dèficit de les rendes primàries es va ampliar el 21,0% interanual, pel major creixement dels pagaments, sobretot de les rendes de la inversió d'institucions financeres monetàries (IFM) i de les Administracions públiques. En canvi, el dèficit de les rendes secundàries es va reduir el 8,2% interanual, influït, com és habitual en els últims anys, per la recepció dels fons NGEU.

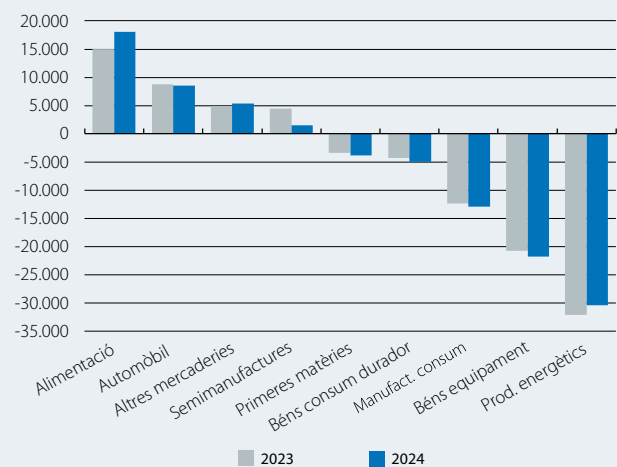
2. Bàsicament, les diferències entre duanes i balança de pagaments (BP) són: (i) a duanes, les importacions es valoren CIF (s'inclouen els imports dels serveis de nolis i les assegurances associades a les importacions) i, a la BP, es valoren FOB; (ii) la BP inclou operacions no cobertes per les estadístiques de duanes (béns que no travessen la frontera, però que sí que canvien la seva propietat econòmica) i n'exclou d'altres (mercaderies que creuen la frontera sense canvi de propietat), i (iii) la BP inclou estimacions realitzades per l'INE d'activitats il·legals relacionades amb el comerç internacional de béns.

Espanya: balança per compte corrent (% del PIB)



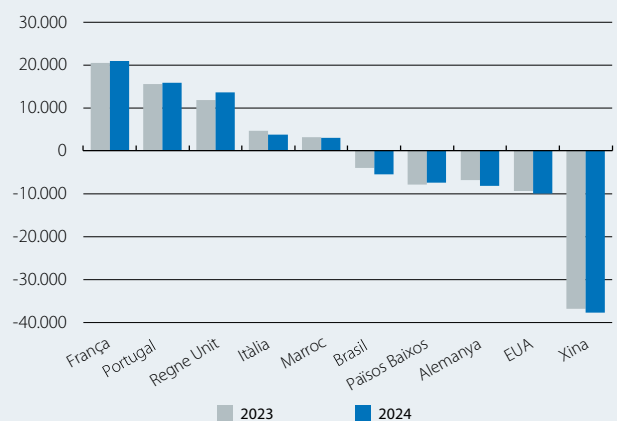
Nota: Dades de comerç de béns energètics segons la classificació de Grups d'Utilització.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i de Duanes.

Espanya: saldo comercial per sectors (Milions d'euros)



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

Espanya: saldo comercial per països (Milions d'euros)



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

xement del 16,4%, fins als 68.400 milions d'euros, nou màxim històric i equivalent al 4,3% del PIB (el 3,9% el 2023); 93,8 milions de turistes van arribar al nostre país, el 10,1% més que l'any anterior, i els ingressos turístics van vorejar els 98.600 milions d'euros, el 15,9% més. Xifres rècord en els dos casos. Els pagaments turístics van créixer una mica per sota, però també van fer-ho a bon ritme, el 14,7%, un senyal que els viatges dels espanyols a l'estranger s'estan recuperant amb força després de la brusca aturada provocada per la pandèmia.³

Quant al saldo dels serveis no turístics, les dades disponibles (tres primers trimestres del 2024) apunten a una lleugera reducció del superàvit, després del rècord assolit l'any anterior (el 2,3% del PIB). Això s'explica per l'extraordinari creixement de les importacions, que va duplicar el de les exportacions (el 18,3% interanual vs. el 9,0%). Per tipus de servei, el saldo positiu acumulat fins al setembre és generalitzat, llevat de les assegurances i pensions i de la propietat intel·lectual. En relació amb l'any anterior, la millora dels superàvits de serveis financers i empresarials contrasta amb l'intens deteriorament del transport.

De cara al 2025, esperem que el saldo de la balança corrent continuï presentant un superàvit, tot i que una mica inferior al del 2024 (se situarà per sota del 3,0% del PIB), a causa d'un lleuger augment del dèficit de la balança de béns, que es veurà parcialment compensat per un menor dèficit de les rendes i per un augment del superàvit dels serveis.

D'una banda, probablement assistirem a un repunt de les importacions de mercaderies, impulsades pel major vigor esperat de la demanda interna i per una intensificació de les pressions dels preus d'importació. Per la seva banda, l'evolució de les exportacions està condicionada per l'atonia dels nostres principals socis comercials de la zona de l'euro, sense oblidar l'impacte que pugui tenir la política aranzelària –dels EUA, que, enguany, s'ha convertit en un dels principals riscos que envolten l'escenari macroeconòmic.⁴ Per tot plegat, preveiem un augment del dèficit comercial d'unes 3 dècimes en termes de PIB, fins a l'entorn del 2,5% del PIB.

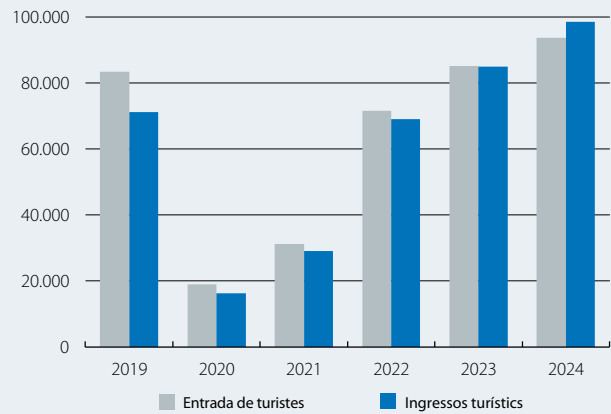
Pel que fa al turisme, esperem una normalització dels ritmes de creixement, atesos els elevats nivells assolits. En tot cas, alguns factors continuaran apuntant el seu funcionament, com l'intens procés de desestacionalització en què està immers el sector o la recuperació de la renda disponible real als països emissors. A més a més, la incertesa geopolítica i la inestabilitat crònica a l'Orient Mitjà poden

3. El 2024 (dades del gener al setembre), el 34,3% de la despesa turística dels espanyols es va efectuar a l'estranger, percentatge que supera ja els registres del període pre-pandèmia (el 32,7% el 2015-2019).

4. Per a més informació, vegeu els Focus «Exposició de l'economia europea a un augment d'aranzels als EUA» i «Impacte de la pujada d'aranzels sobre les exportacions espanyoles als EUA: quins sectors es poden veure més afectats?», tots dos a l'IM12/2024.

Espanya: evolució del turisme

(Milers de persones i milions d'euros)



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

afavorir Espanya com a destinació segura i estable.⁵ En conseqüència, el superàvit turístic podria continuar augmentant en unes poques dècimes de PIB, fins al 4,6%.

Finalment, esperem una lleugera correcció de 2 dècimes del dèficit de la balança de rendes, fins a l'1,1% del PIB, a conseqüència de la caiguda dels tipus d'interès.

Anna Bahí Esteba i Sergio Díaz Valverde

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Indústria									
Índex de producció industrial	-1,4	0,4	-0,5	0,2	0,5	1,3	2,1	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,1	-5,5	-2,9	-6,0	-4,6	-4,4	-6,2
PMI de manufactures (valor)	48,0	52,2	50,7	52,8	51,5	53,6	53,3	50,9	49,7
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	0,5	16,7	2,0	4,6	10,2	16,7	16,7	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	-10,2	10,0	-11,0	-10,0	-1,1	10,0	10,0	...	...
Preu de l'habitatge	4,0	...	6,3	7,8	8,2	...	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	18,9	10,1	15,8	14,3	12,3	10,1	10,1	9,7	...
PMI de serveis (valor)	53,6	55,3	54,3	56,6	55,2	55,1	57,3	54,9	56,2
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,5	1,7	1,1	0,5	2,6	2,8	4,0	...	...
Matriculacions d'automòbils	16,7	7,2	3,3	8,5	1,7	14,4	28,8	5,3	10,5
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-19,2	...	-17,2	-14,5	-13,7	...	...	...	...
Mercat de treball									
Població ocupada ²	3,1	2,2	3,0	2,0	1,8	2,2	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	12,2	11,3	12,3	11,3	11,2	10,6	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social ³	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
PIB	2,7	3,2	2,7	3,3	3,5	3,5	...	...	...

Preus

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
General	3,5	2,8	3,1	3,5	2,2	2,4	2,8	2,9	3,0
Subjacent	6,0	2,9	3,5	3,0	2,6	2,5	2,6	2,4	2,1

Sector exterior

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	0,2	-6,9	-4,9	-1,8	0,2	0,2	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-7,2	0,1	-9,8	-7,1	-3,1	0,1	0,1	...	...
Saldo corrent	39,8	48,4	41,2	45,4	49,6	48,4	48,4	...	...
Béns i serveis	58,8	68,4	60,5	65,5	69,3	68,4	68,4	...	...
Rendes primàries i secundàries	-19,1	-20,1	-19,2	-20,1	-19,7	-20,1	-20,1	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	56,0	65,0	56,0	61,5	66,2	65,0	65,0	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers⁴

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	0,3	5,0	3,3	5,2	4,3	5,0	5,0	5,4	...
A la vista i preavis	-7,4	1,9	-5,2	-1,9	-1,6	1,9	1,9	3,1	...
A termini i cessions temporals (repo)	100,5	23,7	96,7	68,0	47,5	23,7	23,7	18,8	...
Dipòsits d'AP ⁵	0,5	23,0	-4,6	-4,1	14,8	23,0	23,0	22,7	...
TOTAL	0,3	6,2	2,7	4,5	5,1	6,2	6,2	6,6	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	-3,4	0,6	-2,6	-1,3	-0,3	0,6	0,6	1,4	...
Empreses no financeres	-4,7	0,3	-3,6	-1,8	-0,6	0,3	0,3	1,5	...
Llars - habitatges	-3,2	0,5	-2,5	-1,5	-0,7	0,5	0,5	0,8	...
Llars - altres finalitats	-0,5	1,8	-0,1	0,7	1,2	1,8	1,8	2,8	...
Administracions públiques	-3,5	-2,8	-4,8	-2,7	-5,4	-2,8	-2,8	-0,9	...
TOTAL	-3,4	0,4	-2,7	-1,4	-0,7	0,4	0,4	1,2	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,5	3,3	3,6	3,4	3,4	3,3	3,3	...	...

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

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

Esperem un creixement del PIB portuguès del 2,4% el 2025

L'economia portuguesa comptarà el 2025 amb un notable efecte arrossegament, derivat del fort avanç del PIB en el 4T 2024. Així, malgrat que el PIB anoti creixements intertrimestrals nuls en els quatre trimestres de l'any, en mitjana anual, el creixement ja seria de l'1,3%, la qual cosa constitueix un suport important per al creixement econòmic el 2025, tenint en compte la possibilitat que l'entorn internacional, que es presenta molt incert, pugui tenir un impacte desfavorable sobre l'activitat. En aquest context, hem revisat 1 dècima a l'alça la previsió de creixement del PIB el 2025, fins al 2,4%.

Al començament de l'any, els indicadors disponibles revelen comportaments mixtos i suggereixen un creixement menys dinàmic en el 1T. L'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea ha baixat a 103,9 punts al febrer, nivell que cal comparar amb els propers als 107 punts dels mesos anteriors. Al costat positiu, l'indicador de pagaments amb targetes al gener mostra que el consum es manté robust, sobretot en béns de consum no duradors.

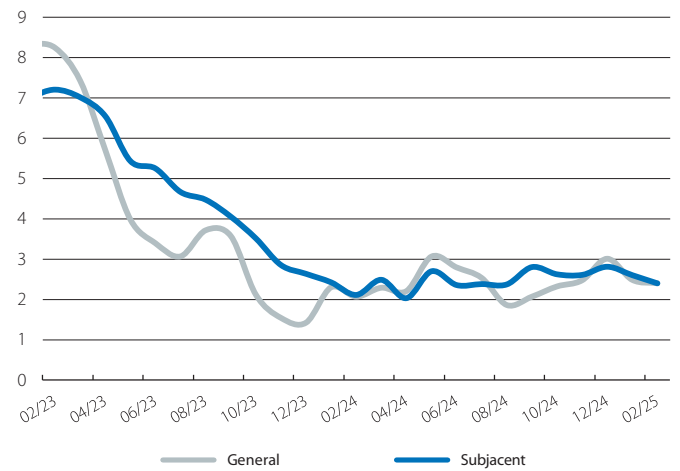
La inflació baixa 1 dècima al febrer, fins al 2,4%, i la subjacent se situa en el 2,4%, en relació amb el 2,7% del gener. Hem revisat a l'alça la previsió d'inflació mitjana el 2025, al 2,2%, tant per a la inflació general com per a la subjacent, a causa d'un major to de l'activitat econòmica i del notable creixement dels salaris.

L'ocupació assoleix màxims històrics i supera les expectatives, amb un augment el 2024 de l'1,2%, en relació amb l'1,0% que havíem previst. La mitjana anual de la taxa d'atur va baixar fins al 6,5%. Esperem que l'ocupació avanci a un ritme anual mitjà de l'1,2% en els tres propers anys i que la taxa d'atur es mantingui al voltant del 6,4%, a causa d'uns intensos, tot i que decreixents, fluxos migratoris.

Augmenta el superàvit per compte corrent el 2024 i s'enfila fins als 6.143 milions d'euros, el 2,2% del PIB, en relació amb el 0,6% del PIB del 2023. La millora del superàvit de la balança de serveis, tant en turisme com en altres serveis, i la reducció del dèficit energètic i de la balança de rendes són els principals responsables d'aquesta millora. Les perspectives per al 2025 continuen sent positives, i anticipem un excedent en un nivell pròxim al del 2024. El notable superàvit extern s'ha reflectit en la reducció del deute extern, que, el 2024, va representar el 44,5% del PIB, el més baix des del 2005, i la posició deutora d'inversió internacional es va reduir al 58,5% del PIB.

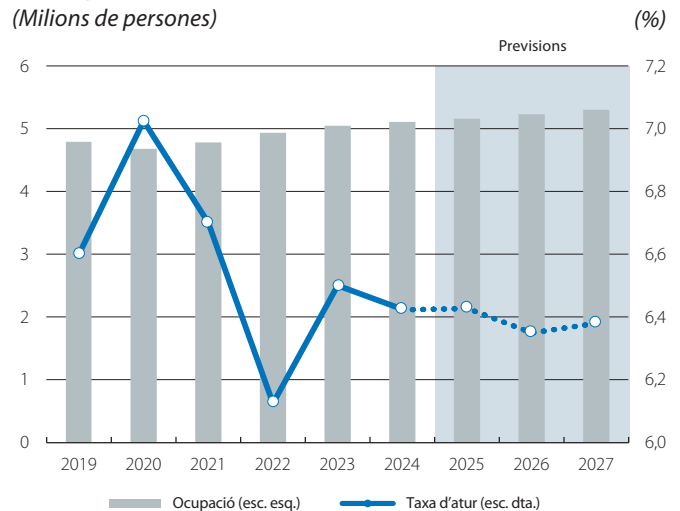
Estimem que la ràtio de deute públic va tancar el 2024 en el 95,3% del PIB, la qual cosa, si es confirma (en funció del valor final del PIB nominal), representa una reducció de 2,6 p. p. en relació amb el 2023 i és la ràtio més baixa des del 2009. De cara al 2025, la ràtio s'hauria d'apropar al 90% del PIB, resultat del dinamisme de l'activitat econòmica i, en menor mesura, del saldo primari positiu.

Portugal: IPC Variació interanual (%)



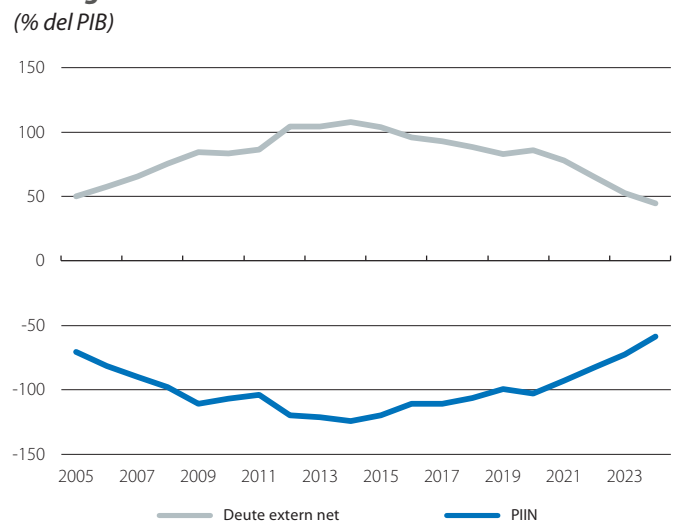
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: mercat de treball (Milions de persones)



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

Portugal: deute extern net i PIIN * (% del PIB)



Nota: * Posició d'Inversió Internacional Neta.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Índex coincident d'activitat	3,5	1,8	2,2	1,7	1,6	1,8	1,7	1,6	...
Indústria									
Índex de producció industrial	-3,1	0,3	1,4	1,4	-0,8	-1,0	-4,9	-4,3	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-7,4	-6,2	-7,9	-6,7	-6,2	-3,9	-4,1	-4,7	-5,2
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	7,5	4,9	-17,5	8,4	12,4	20,2	21,4	...	...
Compravenda d'habitatges	-18,7	...	-4,1	10,4	19,4	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	9,1	8,5	5,5	6,8	8,5	13,2	13,7	14,5	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	19,0	6,3	13,1	9,5	7,8	6,3	6,3	6,4	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	7,6	5,5	6,3	4,3	-0,4	11,9	17,9	20,2	16,5
Consum									
Vendes comerç al detall	1,1	3,3	1,8	2,2	3,9	5,5	5,1	5,3	...
Indicador coincident del consum privat	2,9	3,1	2,6	2,6	3,1	3,9	4,0	4,1	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-28,6	-18,0	-24,6	-18,7	-14,3	-14,3	-15,0	-15,1	-15,3
Mercat de treball									
Població ocupada	2,3	1,2	1,4	1,0	1,2	1,3	1,5	2,1	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,5	6,4	6,8	6,1	6,1	6,7	6,4	6,2	...
PIB	2,6	1,9	1,4	1,5	1,9	2,8	-	-	-

Preus

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
General	4,4	2,4	2,2	2,7	2,2	2,6	3,0	2,5	2,4
Subjacent	5,1	2,5	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	2,7	2,4

Sector exterior

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	2,5	-5,5	-3,7	0,8	2,5	2,5	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-4,0	1,9	-7,3	-5,6	-0,9	1,9	1,9	...	...
Saldo corrent	1,5	6,1	3,2	4,2	5,2	6,1	6,1	...	...
Béns i serveis	4,0	6,7	5,2	5,7	6,1	6,7	6,7	...	...
Rendes primàries i secundàries	-2,5	-0,5	-2,0	-1,5	-0,9	-0,5	-0,5	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	5,3	9,3	7,1	7,9	8,6	9,3	9,3	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	-2,3	7,5	2,7	5,6	6,0	7,5	7,5	7,3	...
A la vista i estalvi	-18,5	-0,3	-14,8	-8,6	-6,7	-0,3	-0,3	2,0	...
A termini i preavis	22,2	15,3	27,1	24,0	20,9	15,3	15,3	12,5	...
Dipòsits d'AP	-12,4	26,7	9,1	4,5	29,1	26,7	26,7	27,1	...
TOTAL	-2,6	7,9	2,9	5,6	6,7	7,9	7,9	7,8	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	-1,5	2,2	-0,8	-0,3	1,1	2,2	2,2	2,9	...
Empreses no financeres	-2,1	-0,4	-1,7	-1,7	-0,6	-0,4	-0,4	0,9	...
Llars - habitatges	-1,4	3,3	-0,7	0,1	1,5	3,3	3,3	4,0	...
Llars - altres finalitats	-0,3	4,8	1,5	2,5	4,0	4,8	4,8	4,7	...
Administracions públiques	-5,5	0,6	5,9	-5,8	-4,1	0,6	0,6	-0,3	...
TOTAL	-1,7	2,1	-0,5	-0,5	0,9	2,1	2,1	2,8	...
Taxa de morositat (%)²	2,7	...	2,7	2,6	2,6	...	-	-	-

Notes: 1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.

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

Fons NGEU: quin és el seu estat d'implementació a nivell europeu?

Han passat ja gairebé cinc anys des dels històrics acords per finançar el major programa conjunt d'estímul econòmic de la UE. Els fons Next Generation EU (NGEU) es van dissenyar amb el doble objectiu, a curt termini, de contribuir a superar els efectes adversos de la pandèmia de COVID-19 i, a mitjà termini, de donar suport a la transformació estructural de l'economia europea. Repasem aquí el que s'ha assolit fins ara i el que queda pendent.

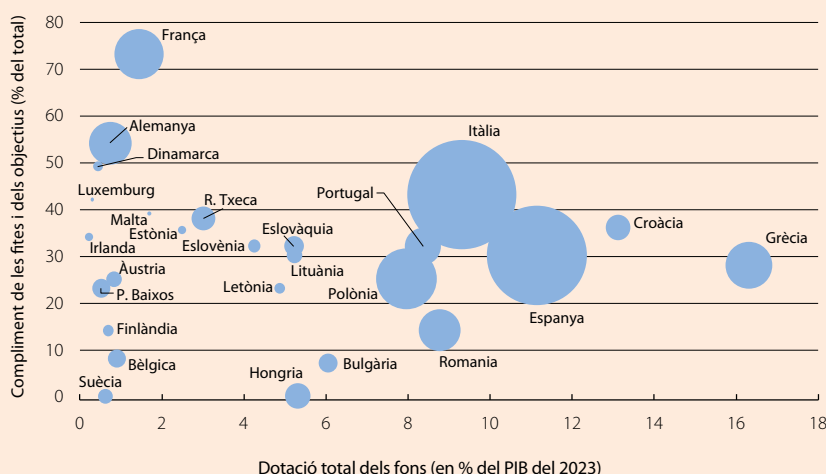
Avanços, però amb un progrés heterogeni i més lent del previst

La pedra angular dels fons NGEU va ser la creació del Mecanisme de Recuperació i Resiliència (MRR), dotat, inicialment, amb prop de 725 mil milions d'euros (mM€) en subvencions i en préstecs destinats a inversions i a reformes estructurades en sis pilars d'actuació: transició verda, transformació digital, creixement sostenible, cohesió, resiliència i joventut. A diferència dels fons europeus tradicionals, amb un enfocament de justificació de costos, aquest instrument consisteix en la transferència de recursos condicionada al compliment per part dels Estats membres d'una sèrie de fites i d'objectius definits als seus Plans de Recuperació i Resiliència (PRR).

Segons l'eina de seguiment de l'MRR,¹ la Comissió Europea ha desemborsat fins ara 306 mM€,² prop del 50% del volum total de la dotació final de fons,³ inclosos 67 mM€ en concepte de prefinançament i 239 mM€ com a resultat de 64 peticions de pagament per part dels Estats membres. Aquests fons es corresponen amb el compliment del 28% del conjunt de les fites i dels objectius recollits a tots els PRR nacionals. De manera coherent amb el disseny inicial dels plans i amb l'objectiu de reforçar la complementaritat entre els dos tipus de mesures, el progrés relatiu és major en les reformes (el 39%) que en les inversions (el 21%).⁴

Per països, el progrés és molt heterogeni (vegeu el primer gràfic). Si ens centrem en els Estats membres amb una major dotació relativa de fons en relació amb el seu PIB, Itàlia i Croàcia mostren el percentatge més elevat de compliment de les fites i dels objectius, al voltant del 40%, seguits per Portugal, Espanya, Grècia i Polònia, amb al voltant del 30%. En canvi, destaquen el baix grau de progrés a Romania i a Bulgària (per sota del 15%) i el fet que Hongria no hagi realitzat encara cap sol·licitud de desemborsament (tot i que sí que ha rebut fons en concepte de prefinançament).

Compliment de les fites i dels objectius dels PRR



Nota: L'àrea dels cercles és proporcional a la dotació total dels fons en euros nominals.

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

L'estudi independent per a l'avaluació intermèdia de l'MRR publicat el 2024⁵ constata el desplegament incipient de les inversions, que tenen el seu focus en la doble transició verda i digital,⁶ al mateix temps que destacava les reformes realitzades en l'àmbit del mercat de treball, de la protecció social i de l'educació (amb un esment destacat de la reforma laboral del 2021 a Espanya i del seu paper en la reducció de la temporalitat al sector privat) i en l'Administració pública, governança i justícia (com les realitzades a Itàlia i a Croàcia), així com la simplificació reguladora i els incentius per a inversions en energies renovables, en transport sostenible i en desenvolupament de 5G i de la banda ampla (per exemple, a Itàlia, a Alemanya i a Bèlgica).

1. Vegeu Comissió Europea, «[Recovery and Resilience Scoreboard](#)» (en anglès).

2. 197 mM€ en concepte de subvencions i 109 mM€ en concepte de préstecs.

3. Un total de 650 mM€, que inclouen la sol·licitud del 76% dels préstecs disponibles i 22 mM€ addicionals en subvencions per a reformes i per a inversions relacionades amb el Pla REPowerEU, aprovat el 2022 com a resposta a la invasió d'Ucraïna i al xoc energètic associat.

4. Més detalls als informes anuals de l'MRR, l'últim publicat a l'octubre del 2024.

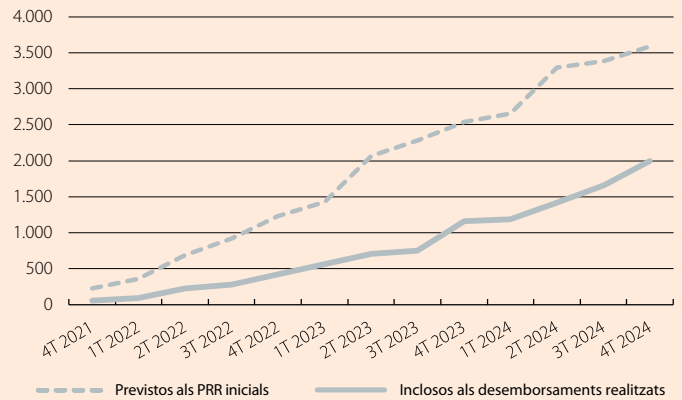
5. Corti, F., Nigohosyan, D., Pancotti, C. i Millard, S. (2023), «Study supporting the mid-term Evaluation of the Recovery and Resilience Facility», Comissió Europea.

6. Segons la regulació, un mínim del 37% de la dotació dels fons dels PRR s'ha de destinar a la transició verda i un mínim del 20% a la transformació digital.

Malgrat els avanços assolits, la implementació dels PRR ha estat més lenta del que s'havia previst inicialment (vegeu el segon gràfic). Els prop de 2.000 fites i objectius assolits fins ara representen al voltant del 60% dels previstos per a aquestes dates pels plans inicials adoptats en el curs 2021-2022. Entre els factors explicatius, l'avaluació intermèdia de l'MRR posa l'accent en una limitada capacitat administrativa per absorbir un volum elevat de fons, a la qual caldria sumar una major freqüència en les modificacions dels PRR inicials.⁷ També ha tingut un impacte negatiu l'escalada de preus posterior a la invasió d'Ucraïna, que hauria depreciat el valor de la dotació de fons al voltant del 10% en relació amb la previsió inicial,⁸ amb un encariment especialment intens dels materials de construcció.

En definitiva, veiem que encara hi ha molt per fer en l'execució dels fons NGEU, inclosos els dirigits als països que mostren fins ara un major progrés. Per aquest motiu, serà necessari accelerar les reformes i les inversions compromeses, però mantenint un equilibri necessari amb la rellevància de les mesures adoptades.⁹ Millorar la capacitat de creixement econòmic futur de la UE bé mereix un esforç.

Compliment de les fites i dels objectius dels PRR (Nombre acumulat)



Nota: La previsió està basada en l'annex de la primera decisió d'implementació del Consell, aplicant un retard de sis mesos sobre la data orientativa per reflectir el procediment de cada petició de pagament, que inclou l'enviament de la sol·licitud del país membre, l'avaluació de la Comissió i l'adopció per part del Consell.

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

David Martínez Turégano

7. Per simplificar i per accelerar aquestes modificacions, la Comissió Europea va actualitzar, al juliol del 2024, la seva orientació als Estats membres.

8. Prenem com a referència la desviació acumulada del deflactor del PIB durant el període 2022-2024 comparada amb les previsions de la tardor del 2021 de la Comissió Europea.

9. Vegeu l'article «Fons NGEU: què podem dir sobre el seu impacte i sobre els desafiaments del futur», en aquest mateix Dossier.

Fons NGEU: què podem dir sobre el seu impacte i sobre els desafiaments del futur

A diferència del seguiment del compliment de les fites i dels objectius dels Plans de Recuperació i Resiliència (PRR),¹ l'avaluació d'on som en la seva implementació es complica quan tractem de quantificar-ne l'efecte macroeconòmic i la capacitat transformadora sobre l'economia europea. Això guanya més rellevància davant els reptes que planteja el cada vegada més complex escenari geopolític.

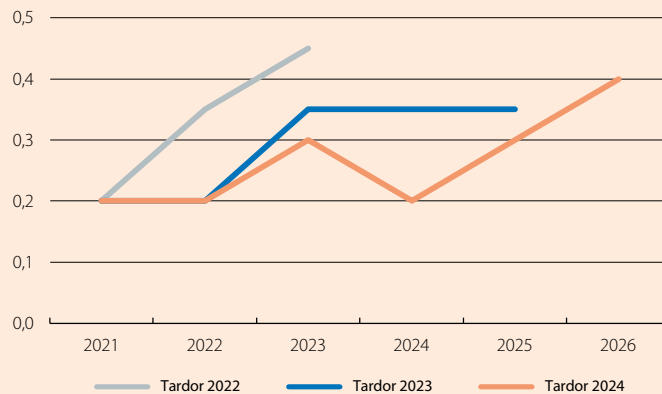
L'impacte a mitjà termini com a gran incògnita

La Comissió Europea ha publicat fins ara dos exercicis de projeccions sobre l'impacte del Mecanisme de Recuperació i Resiliència (MRR). El primer el 2021, amb l'aprovació dels PRR, que situava el pic de l'impacte sobre el nivell del PIB el 2026 en una forquilla del 0,7%-1,2%,² i el segon el 2023, per reflectir la revisió dels PRR, per incloure un perfil temporal de pagaments més realista i per recollir l'impacte del xoc energètic després de la invasió d'Ucraïna, que va situar aquest rang en el 0,9%-1,4%.³ Aquestes últimes projeccions, que amb prou feines van modificar les inicials, han quedat ja desfasades, ja que no reflecteixen l'avanç més lent del que es preveia en la implementació dels PRR, aspecte que la Comissió Europea sí que ha vingut mostrant en el seu cicle de previsions bianuals, en què ha revisat a la baixa l'impuls fiscal derivat de la despesa pública finançada amb fons europeus (vegeu el gràfic). En aquesta mateixa línia, recentment, el BCE ha estimat per a la zona de l'euro que l'impacte sobre el PIB ha estat de tot just 1 o 2 dècimes durant el període 2021-2023, molt per sota del 0,5% previst inicialment.⁴

A mitjà termini, la forquilla d'incertesa és molt més àmplia. Pel costat de les inversions, la regulació de l'MRR estableix que totes les sol·licituds de pagament s'han d'haver cursat abans del 31 d'agost del 2026, límit que, atesa la taxa de compliment actual de les fites i dels objectius, obre incògnites sobre el percentatge final d'absorció dels fons. Fins i tot en el cas dels préstecs, que poden quedar constituïts en vehicles de finançament al sector privat i que, per tant, poden tenir un impacte més enllà del 2026, queda el dubte de quina serà la demanda efectiva de fons i el seu grau d'addicionalitat.⁵ En qualsevol cas, sembla que el mer impuls fiscal tindrà un efecte macroeconòmic molt limitat a mitjà termini. La pròpia Comissió Europea, en el seu últim exercici de projeccions sobre l'MRR, calculava que l'impacte acumulat sobre el nivell del PIB de la UE el 2031 es podria situar en la forquilla del 0,3%-0,7%, xifres similars a les estimades pel BCE per a la zona de l'euro (el 0,2%-0,6%).

I, pel costat de les reformes, hi ha un ampli consens sobre l'elevat marge que tenen per incrementar el PIB i el creixement potencial de l'economia europea.^{6,7} L'avaluació intermèdia de l'MRR destaca l'alt grau d'addicionalitat de les reformes contingudes en els PRR, així com la seva contribució a un major progrés en el compliment de les recomanacions específiques per país realitzades pel Consell en el context del Semestre Europeu. No obstant això, atesa la seva rellevància per avaluar la capacitat transformadora de l'MRR, seria convenient aclarir el seu perfil temporal d'impacte i els seus efectes quantitatius, inclosa la seva contribució a l'avanç dels objectius de la UE per al 2030 en matèria climàtica, energètica, digital i social. L'avaluació *ex post* prevista per la regulació per al 2028 seria una bona ocasió per abordar aquestes mancances en el seguiment sistemàtic de l'MRR. Ara com ara, les estimacions de referència en aquest camp continuen sent les del BCE, que, per a la zona de l'euro, anticipa un increment del creixement potencial, a mitjà termini, en la forquilla de 0,1-0,2 p. p., arran, en gran part, de l'impuls de les reformes estructurals sobre una major productivitat total dels factors.

Impuls fiscal de l'NGEU i d'altres fons europeus (Acumulat en % del PIB)



Nota: L'impuls fiscal es defineix com la variació de la despesa pública que excedeix el creixement del PIB nominal potencial.

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

1. Vegeu l'article «Fons NGEU: quin és el seu estat d'implementació a nivell europeu?», en aquest mateix Dossier.

2. Vegeu Pfeiffer, P. i Varga, J. (2021), «Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment», Discussion Paper, núm. 144, Direcció General d'Assumptes Econòmics i Financers (DG ECFIN), Comissió Europea.

3. El nou perfil per al conjunt de la UE va ser publicat en el document de treball de la Comissió Europea que acompanyava l'avaluació intermèdia de l'MRR publicada el febrer del 2024.

4. Bańkowski, K. et al. (2024), «Four years into NextGeneration EU: what impact on the euro area economy», Occasional Paper, núm. 362, BCE.

5. L'addicionalitat fa referència a la utilització dels fons NGEU per a finalitats que no haurien estat cobertes en la seva absència.

6. Pfeiffer, P., Varga, J. i In't Veld, J. (2023), «Unleashing Potential: Model-Based Reform Benchmarking for EU Member States», Discussion Paper, núm. 192, Direcció General d'Assumptes Econòmics i Financers (DG ECFIN), Comissió Europea.

7. Bańkowski, K. et al. (2022), «The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective», Occasional Paper, núm. 291, BCE.

Reptes en un nou context (geo)polític

En els cinc anys transcorreguts des de la concepció dels fons NGEU, tant el panorama polític europeu com el context geopolític global han experimentat grans transformacions. Diferents eleccions nacionals i les celebrades al Parlament Europeu el 2024 han incrementat la representativitat de partits euroescèptics, de manera que la nova Comissió Europea és la que menys suport ha rebut en el nomenament dels seus membres. La creixent fragmentació interna planteja una aritmètica política complicada per avançar en l'agenda europea i per afrontar els reptes en els propers anys. Entre aquests reptes, destaquen la negociació sobre el nou marc pluriennal financer 2028-2034 i el desplegament del pla de competitivitat de la Comissió Europea, basat en les recomanacions de l'informe Draghi.⁸ Aquests dos elements haurien d'agafar el relleu de l'impuls transformador dels PRR, en particular en àrees on el dèficit continua sent rellevant, com el desenvolupament i l'ús de la intel·ligència artificial, l'excessiva càrrega reguladora de les empreses o l'absència d'un mercat únic de capitals.⁹

L'entorn internacional també s'ha tornat més complex. A la guerra a Ucraïna, territori fronterer amb la UE i amb el qual s'han iniciat converses d'adhesió, s'afegeix ara, més enllà de l'amenaça proteccionista, la incertesa en les relacions amb la nova Administració Trump. La UE s'enfronta a una major fragmentació geopolítica mundial amb dependències estratègiques molt intenses en matèria de defensa, de tecnologia i d'energia neta. Aquests elements poden marcar un canvi en les prioritats de despesa en la recta final dels fons NGEU, encara més amb l'espai fiscal reduït del que disposen un bon nombre d'Estats membres.¹⁰ Per aquest motiu, caldrà fer ús dels graus de flexibilitat existents, també per buscar consensos necessaris que no dilueixin els bons propòsits definits el 2020.

David Martínez Turégano

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

9. Vegeu els articles del Dossier «[Unida en la diversitat: els desafiaments econòmics d'Europa](#)», a l'IM06/2024.

10. Vegeu el Focus «[El nou marc de governança econòmica de la UE](#)», a l'IM01/2025.

Com estan anant a Espanya els fons NGEU: pa per avui i esperances per demà

El període d'implementació de l'NGEU arriba als seus dos últims anys. El programa va arrencar el 2021, i tenim fins a l'agost del 2026 per complir totes les fites i comprometre totes les inversions, incloses les finançades amb préstecs.¹

Recordem que el pla NGEU consta, per a Espanya, de 80.000 milions de transferències no reemborsables² i fins a 83.000 milions addicionals en préstecs per reactivar l'economia després de la COVID en clau verda (destinació del 40% de les inversions) i digital (el 26%). Aquestes inversions i reformes es vehiculen a través del Pla de Recuperació i de la seva addenda, que incorpora els préstecs.

Fins a la data, Espanya ja ha complert el 70% de les reformes del Pla, però només amb el 15% de les inversions, en part per la pròpia naturalesa del Pla, que, en els primers anys, posava més èmfasi en les reformes, i en part per alguns retards inicials en la implementació.

Què s'ha fet fins ara?

Fins al desembre, s'havien executat 47.600 milions d'euros, el compliment dels quals fa referència a convocatòries i a licitacions ja resoltes, que representen el 60% de l'assignació total de les subvencions del Pla. El 2024, es van executar 14.400 milions d'euros, quantitat lleugerament inferior a la del 2023 (16.450 milions) i una mica superior a la del 2022 (12.400 milions).

Els PERTE, programes de col·laboració públic-privada, han avançat amb 16.000 milions d'euros executats d'un pressupost total de 43.600 milions. Destaquen el PERTE del vehicle elèctric connectat (4.000 milions executats) i el PERTE d'energies renovables (4.500 milions executats).

Un informe del Banc d'Espanya mostra que el 45% de les empreses amb projectes finançats per l'NGEU no haurien realitzat les inversions sense el programa, i el 31% només n'haurien realitzat una part, la qual cosa suggereix una addicionalitat relativament elevada.³ Per components, les inversions relacionades amb la transició energètica són les que mostren menys addicionalitat: el 39% de les empreses les haurien realitzat igualment sense els NGEU, percentatge que cau al voltant del 20% de les empreses quan es fa referència a les inversions digitals i d'R+D+I.

Entre les reformes destacades, la reforma laboral ha contribuït a reduir la temporalitat de l'economia del 27% del 2021 al 12% actual i ha potenciat els ERTO com a mecanisme d'ajust (mecanisme XARXA). La reforma de la formació professional ha generalitzat la formació dual, ha potenciat les pràctiques en empreses i ha ampliat el catàleg d'estudis i de finançament per a noves places.

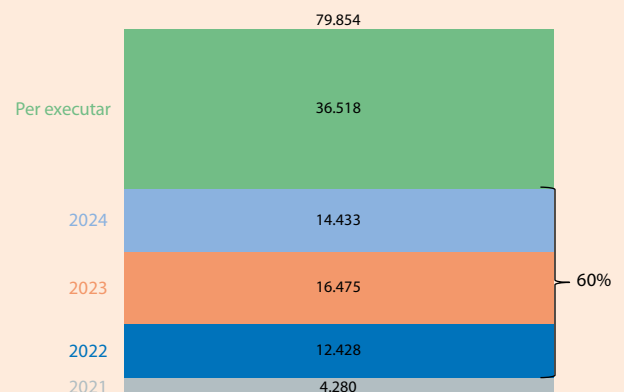
Ja s'han activat les línies de préstecs ICO destinades a finançar el creixement del teixit empresarial i de projectes que contribueixen a dinamitzar la transició verda i digital, com l'ICO verd (dotació de 22.000 milions) i l'ICO emprenedors (8.150 milions). Així mateix, l'ICO també s'encarrega del desplegament dels préstecs per a la construcció d'habitatge en règim de lloguer social i assequible. La banca ha de jugar un paper clau com a intermediador d'una bona part d'aquests fons.

Què falta per fer?

En analitzar el Pla NGEU per components, s'observa que s'han executat més del 65% dels fons en infraestructures de mobilitat sostenible de llarga distància, en mobilitat urbana, en modernització de les Administracions públiques, en connectivitat digital i ciència, en tecnologia i en innovació. No obstant això, falta per executar la major part del pressupost en rehabilitació d'habitatges, en política industrial, en renovables, en recursos hídrics i en hidrogen verd.⁴ De cara al 2025, preveiem que s'executin prop de 20.000 milions d'euros en subvencions i que es comencin a desplegar les inversions de l'addenda finançades amb préstecs, com

Execució dels fons europeus Next Generation EU

Total subvencions (milions d'euros)



Nota: Execució entesa com a convocatòries i licitacions resoltes.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del portal ELISA (Govern d'Espanya).

1. Per a tots els detalls, vegeu els articles «Fons NGEU: quin és el seu estat d'implementació a nivell europeu?» i «Fons NGEU: què podem dir sobre el seu impacte i sobre els desafiaments del futur», en aquest mateix Dossier.

2. Per completar els fons europeus de l'NGEU, Espanya també ha rebut uns 12.000 milions en transferències del programa REACT-EU, destinats, principalment, a programes de sanitat i d'educació de les comunitats autònomes.

3. Una inversió tindria addicionalitat si no s'hagués realitzat en absència d'aquests fons europeus. Vegeu l'informe «La debilidad de la inversión empresarial en España después de la pandemia: un análisis basado en la EBAE», Banc d'Espanya, gener del 2025.

4. Segons dades del monitor del PRTR d'AIReF. Tot seguit, dotacions totals en milions d'euros. Mobilitat sostenible llarga distància: 6.660; mobilitat urbana: 6.500; modernització de les Administracions públiques: 4.370; connectivitat digital: 4.500; ciència i tecnologia i innovació: 4.190; habitatge: 6.800; política industrial: 5.850; renovables: 3.800; recursos hídrics: 3.300, i hidrogen verd: 3.150.

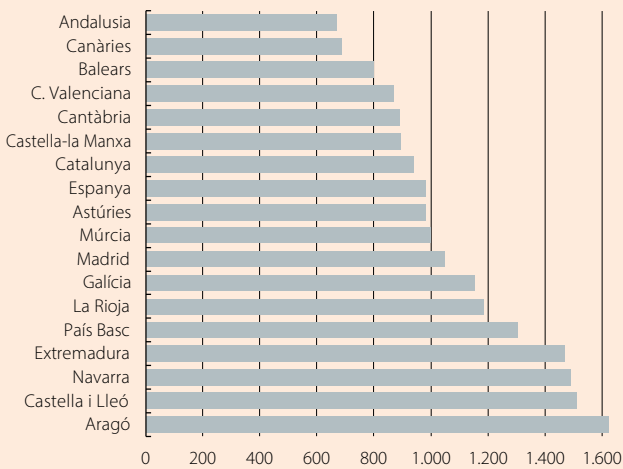
la Línia ICO Verd. Serà crucial desplegar els PERTE que encara es troben en les fases inicials, com el dels xips (12.250 milions), el del cycle de l'aigua (3.055 milions) i el de la descarbonització (3.170 milions). També s'impulsarà el RepowerEU, amb prop de 7.000 milions d'euros de finançament per a energia, dels quals 4.200 milions són per al PERTE de renovables.

A Espanya, el Pla de Recuperació es va centrar, en els tres primers anys, en les reformes, per enfocar-se després, el 2024-2026, en les fites vinculades a les inversions. Les fites pendents més importants inclouen: implantar zones de baixes emissions municipals, incrementar l'ús de tecnologies digitals a 171.000 pimes, modernitzar la irrigació de 160.000 hectàrees, renovar 285.000 habitatges amb un estalvi energètic mínim del 30%, construir 20.000 habitatges socials, desplegar 238.000 vehicles elèctrics i punts de recàrrega, cobrir el 75% de la població amb 5G, restaurar 145 quilòmetres de zones costaneres degradades i captar talent estranger. Altres inversions importants que s'haurien de tenir en compte de cara al futur, si hi hagués marge per redirigir els fons, inclouen la renovació d'infraestructures hídriques per mitigar els riscos climàtics després de la DANA, l'augment de l'oferta d'habitatge i la inversió en intel·ligència artificial en coordinació amb Europa (l'actual pla espanyol només dedica 538 milions a la IA).

Impacte macro i anàlisi regional

Mesurar l'impacte macroeconòmic dels fons NGEU és complex, ja que requereix fer suposicions sobre el multiplicador fiscal de les inversions anuals i considerar si aquestes inversions podrien haver estat realitzades igualment pel sector privat. En aquesta

Fons NGEU executats per capita el 2021-2024



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del portal ELISA (Govern d'Espanya) i de l'INE.

infraestructures ferroviàries i per a la construcció d'una gigafactòria de liti a Navalmoral per part d'Envision-AESC, i el País Basc i Navarra, amb inversions en mobilitat sostenible i en renovables.

En definitiva, els fons europeus estan sent un motor important de l'economia espanyola, i s'acosta el moment de la veritat per acabar d'executar-los plenament. Per fer-ho caldrà posar-se el mono de treball i agilitzar la càrrega burocràtica. No podem oblidar que queda camí per recórrer i que el temps apressa: Espanya ha complert 131 fites de les 328 recollides al pla inicial i falta per complir el 85% dels objectius vinculats a les inversions.⁶

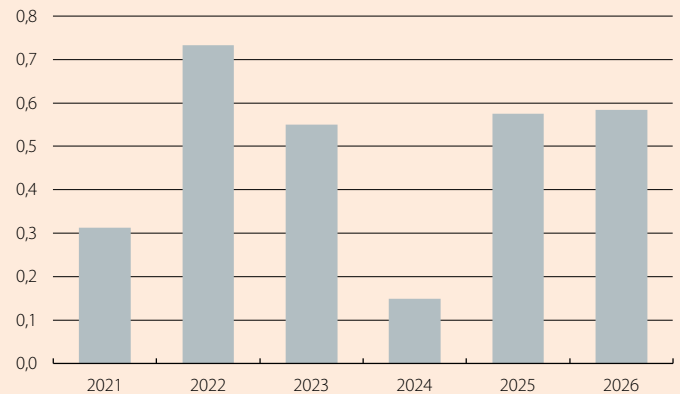
Javier Garcia-Arenas

5. Multiplicador de 0,9 en el primer any, de 0,6 en el segon i que va decreixent fins a 0,2 en el cinquè any després de la inversió. Suposem que el grau d'addicionalitat és 1, de forma que els fons NGEU no estan finançant parcialment inversions que el sector privat hauria realitzat igualment (*crowding-out*), però tampoc exerceixen com a pol per incrementar les inversions privades (*crowding-in*). Per a l'exercici, fem el supòsit, a tall merament il·lustratiu, del 50% de *take-up* dels préstecs, coherent amb la demanda històrica de les línies ICO, tot i que l'interval de confiança és, en aquest cas, molt ampli.

6. En aquest 85% comptem els objectius lligats a inversions que formen part de la sol·licitud del cinquè pagament fet al desembre per Espanya i que actualment està examinant la Comissió. Si s'avaluen positivament, a Espanya li quedarà per complir el 75% dels objectius lligats a inversions.

Contribució al creixement del PIB

(p. p.)



Nota: Suposem que s'executen totes les subvencions i, a tall il·lustratiu, la meitat dels préstecs.

Font: Estimacions de CaixaBank Research.

anàlisi, ens centrem en estimar l'impacte macroeconòmic de les inversions finançades amb els fons NGEU (subvencions i préstecs) i excluïm l'impacte a mitjà termini de les reformes estructurals, a causa de l'alta incertesa i complexitat de la seva estimació.

S'estima que l'impacte acumulat d'aquestes inversions sobre l'activitat econòmica sota supòsits raonables⁵ serà del 2,3% del PIB el 2025 i del 2,9% el 2026, la qual cosa contribuirà al creixement econòmic en més de 0,5 p. p. en els dos anys, superior a l'aportació mitjana de 0,4 p. p. del 2021-2024. Per al període 2024-2026, s'espera un impacte econòmic superior al 2%, similar a l'1,7% estimat pel BCE, sempre que els fons es canalitzin de forma adequada cap a projectes productius.

Una dimensió interessant i poc explorada és l'execució dels fons per comunitats autònomes, la qual cosa afecta la convergència regional. Entre les comunitats amb una major despesa *per capita* executada el 2021-2024, destaquen l'Aragó, amb importants inversions en renovables i a la futura gigafactòria d'Stellantis i CATL a Figueruelas; Castella i Lleó, amb inversions en agroalimentari, digitalització i pimes; Extremadura, amb inversions en

Més enllà de l'NGEU: inversions a Europa per adaptar-se i per sobreviure als nous temps

Els fons NGEU i els programes nacionals d'inversions a Alemanya i a França són el resultat d'un llarg procés de canvis en els grans blocs econòmics, accelerat per la COVID i per la guerra a Ucraïna. Aquests esforços busquen redefinir i adaptar els models productius a la transició energètica i a la digitalització en un context d'incertesa i de noves dinàmiques geopolítiques. Aquestes línies d'actuació són els principals pilars sobre els quals s'articula el pla Draghi, que estableix que, per a assolir-los, és necessari un impuls coordinat entre els Estats membres i un esforç important d'inversió pública, amb l'estratègia industrial i el mercat únic com a grans prioritats. La Comissió Europea «ha recollit el quant» de Draghi i, al gener, ha publicat la Brúixola de la Competitivitat, un calendari per implementar algunes de les principals propostes de Draghi.

Els plans d'Alemanya i de França en el marc de l'NGEU

L'NGEU, dotat amb més de 800.000 milions d'euros entre el 2021 i el 2026, és el major programa d'estímul de l'economia europea de les últimes dècades. Inicialment, es va enfocar a ajudar les economies més vulnerables i afectades per la COVID, mitjançant el suport als canvis estructurals i als projectes relacionats amb la transició verda i digital, molt en la línia de les recomanacions posteriors de l'informe Draghi.¹ Els NGEU van ser impulsats per Alemanya i per França, que, amb una posició econòmica més robusta, es van avançar i van crear els propis plans nacionals d'estímul econòmic després de la pandèmia. Amb posterioritat, una part de les mesures incorporades en els plans nacionals van configurar els respectius futurs plans de recuperació i resiliència (PRR), elaborats en el marc de l'NGEU. Per aquest motiu, aquests fons financen només una part de l'import total dels plans nacionals: menys del 20% en el cas d'Alemanya i el 40% en el de França. Això contrasta amb Itàlia i amb Espanya, on els plans nacionals de reactivació van ser els PRR, que es van dissenyar per ajustar-se al volum de fons NGEU disponibles.²

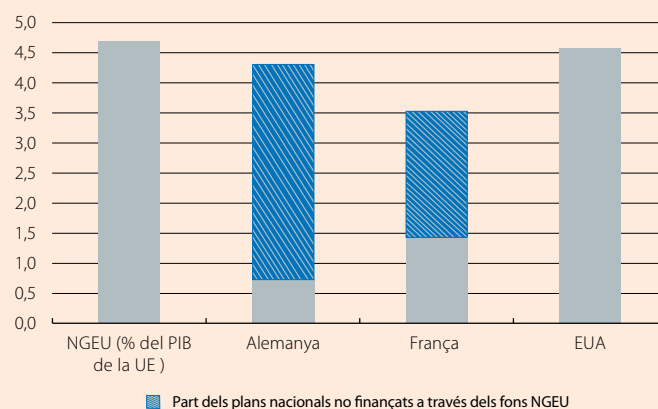
França va llançar, al setembre del 2020, l'anomenat *France Relance*, un paquet de mesures valorat en 100.000 milions d'euros (el 3,5% del PIB del 2023) a desenvolupar fins al 2030.

El pla es dissenya al voltant de tres eixos, entre els quals s'assignen els fons de manera equitativa. El primer, impulsar la transició energètica; el segon, reforçar la sobirania industrial del país per fer-lo més independent i per millorar-ne la competitivitat, i el tercer, millorar la formació i l'ocupació, posant l'accent en la formació per a joves.

Alemanya, per la seva banda, va anunciar, al juny del 2020, un programa d'estímul de 130.000 milions d'euros (el 3,1% del PIB del 2023), del qual gairebé el 40% es destinava a finançar mesures en l'àmbit de la transformació verda i digital (altres pilars del programa serien les reduccions temporals de l'IVA, les ajudes als municipis i els subsidis a les famílies). Al març del 2021, va crear el *German Future Fund*, un fons dotat amb 10.000 milions d'euros per als següents 10 anys, dirigit, fonamentalment, a finançar *startups* en fase de creixement amb necessitats de capital elevades i que pot arribar a mobilitzar fins a 50.000 milions d'euros, segons les estimacions del mateix Ministeri de Finances alemany, gràcies a la participació d'altres agents, tant públics com privats, i a l'ús de diversos instruments financers ja existents.

Sembla que la inversió pública en capital fix està reflectint l'impacte d'aquests plans. Així, a França, el seu creixement mitjà anual entre el 2000 i el 2019 era inferior al 3,0%, mentre que, des del 2020, ha pujat al 4,7%. Més impacte s'observa a Alemanya, on ha passat d'un creixement mitjà del 2,8% en el període 2000-2019 a assolir el 6,0% de mitjana des del 2020.

Import dels plans de reforma elaborats (% del PIB del 2023 de cada país)



Nota: Les dades dels EUA representen el rang alt estimat per al programa IRA i el CHIPS Act. Per a més detalls, vegeu la secció dels EUA en aquest mateix Dossier.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'AMECO, del Parlament Europeu, de la CBO i de Goldman Sachs.

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

2. Vegeu l'article «[Fons NGEU: quin és el seu estat d'implementació a nivell europeu?](#)», en aquest mateix Dossier.

El pla Draghi busca consolidar el model NGEU

El pla NGEU busca millorar la cohesió i accelerar la convergència econòmica entre els Estats membres, amb un enfocament centrat en la transició energètica i en la digitalització. Finançat mitjançant emissions de deute conjunt, estableix un precedent important. L'informe Draghi recomana anar més enllà de l'NGEU i proposa un mecanisme similar per finançar una part dels 800.000 milions d'euros a l'any que el pla pretén mobilitzar (gairebé el 5,0% del PIB de la UE) en sectors clau com els semiconductors, la IA, la defensa, l'energia i les telecomunicacions, amb una inversió del 80% privada i del 20% pública. També suggereix més ajudes per reduir els desavantatges en automoció i en tecnologia enfront de la Xina.

La UE va presentar, al començament del 2025, la Brúixola de la Competitivitat per implementar les principals recomanacions de l'informe Draghi³ en els propers cinc anys. El pla s'articula en tres pilars: innovació, descarbonització competitiva i seguretat econòmica. Per aquest motiu, estableix cinc estratègies clau: simplificar la regulació, integrar el mercat únic, impulsar el finançament amb nous productes d'estalvi-inversió, millorar les habilitats laborals i coordinar els instruments europeus. És positiu constatar que alguns dels elements que, en principi, generen més consens entre els països membres (simplificació reguladora i reducció del cost de l'energia) encapçalin el calendari de mesures a implementar, i, de fet, al final de febrer, ja es van anunciar les primeres iniciatives (que ara toca discutir i aprovar al Consell i al Parlament Europeu). No obstant això, aspectes rellevants per reduir la fragmentació del mercat interior s'han endarrerit fins al començament de l'any vinent, i falta detallar com es finançaran aquests esforços.

Reptes futurs

Els fons NGEU i els plans nacionals de França i d'Alemanya s'emmarquen en un procés de transformació necessari en el context de canvis globals. Europa busca reforçar la seva autonomia estratègica, diversificant les relacions comercials i promovent polítiques industrials que redueixin la seva dependència d'actors externs.

No obstant això, la nova Administració Trump està accelerant un canvi estructural en la geopolítica global. Europa haurà d'augmentar la despesa en defensa per reduir la dependència dels EUA en seguretat, la qual cosa implicarà més pressió sobre uns comptes públics en ple procés de consolidació fiscal.⁴ El repte és compatibilitzar aquesta necessitat amb el desenvolupament d'altres àrees clau, com la transició energètica i una nova política industrial, que ja es venien impulsant a través dels NGEU. La Brúixola de la Competitivitat marca un calendari per a aquestes fites, tot i que el context geopolític actual pot provocar un canvi en les prioritats, i alguna de les fites, com la de dissenyar una nova política de defensa a la UE, es pot enfrontar a negociacions molt complexes per assolir un consens.

Rita Sánchez Soliva

3. *A Competitiveness Compass for the EU*: https://commission.europa.eu/document/download/10017eb1-4722-4333-add2-e0ed18105a34_en.

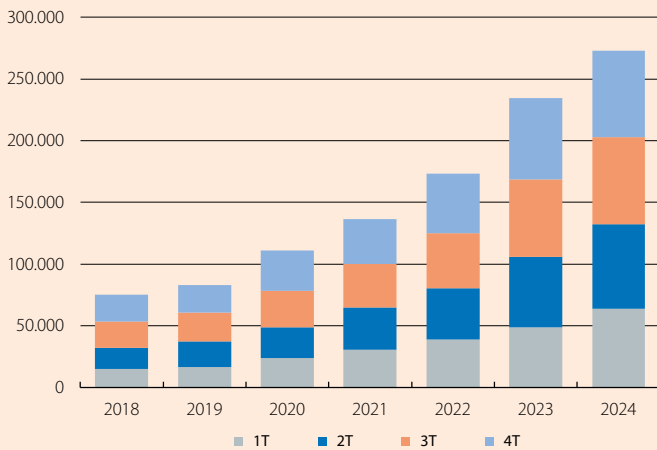
4. Pel que fa aquesta qüestió, s'ha obert un debat al si de la UE per excloure la despesa en defensa del còmput del dèficit fiscal sota les normes del Pacte d'Estabilitat i Creixement. També s'està plantejant la possibilitat de destinar a defensa aquells fons NGEU que finalment no es gastin.

EUA: un model de transformació econòmica molt diferent al d'Europa

Als EUA, s'han llançat dos grans plans econòmics d'inversions i de modernització econòmica en els últims anys que representen un model molt diferent de l'europeu, ja que contenen un enfocament més proteccionista. Aquests esforços transformadors de l'energia i de la tecnologia no van sorgir de la necessitat d'impulsar l'economia després de la COVID, com a la zona de l'euro amb els fons europeus NGEU, sinó de la necessitat de reforçar l'autonomia i la posició estratègica dels EUA. Així, va sorgir el programa *Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors* (CHIPS Act, per les sigles en anglès), que busca reduir la dependència d'Àsia en la producció de semiconductors, i l'*Inflation Reduction Act* (IRA, per les sigles en anglès), que busca accelerar la transició energètica després del xoc energètic global del 2022. Els dos programes es canalitzen, en part, a través d'ajudes directes, de manera similar als fons NGEU, però també, en bona part, a través d'incentius fiscals que no requereixen despesa directa del Govern federal, incentius que amb prou feines estan presents en els plans d'inversió europeus. El total d'aquests plans se situa al voltant del 4,5% del PIB nord-americà, similar al pes de l'NGEU a la UE.

EUA: inversions en tecnologies netes

(Milions de dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MIT Clean Investment Monitor i del Rhodium Group.

tes al sector energètic. Els incentius fiscals són el principal canal, fins a dos terços del total de l'esforç,¹ a través del qual opera l'IRA, que ofereix crèdits fiscals a les llars i a les empreses per a inversions en energia renovable, en cotxes elèctrics i en eficiència energètica,² vigents fins al 2032. El cost total del programa és incert, amb estimacions inicials de la CBO i del *Joint Committee for Taxation* del Congrés de 271.000 milions de dòlars en crèdits fiscals (gairebé l'1,2% del PIB), però podria arribar fins a 1 bilió de dòlars (el 4,3% del PIB) en el període de 10 anys de vigència del programa. La resta de l'IRA es complementa amb inversions directes finançades a través de subvencions i préstecs, per un import estimat d'uns 140.000 milions de dòlars addicionals (el 0,5% del PIB).

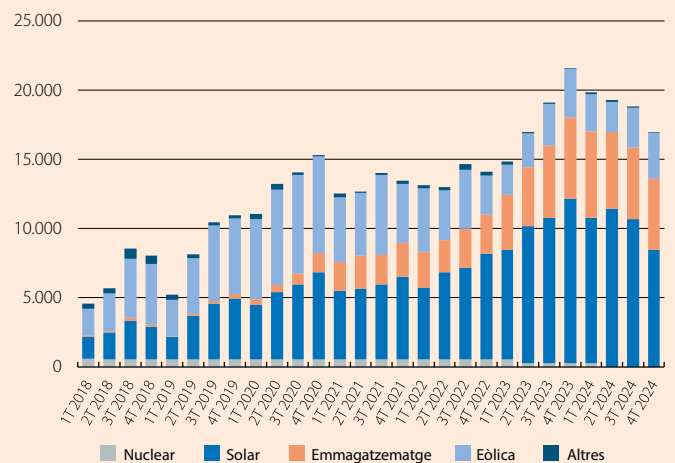
La vida de l'IRA encara és curta per poder estimar l'efecte que tindrà sobre el creixement i sobre la capacitat productiva dels EUA a llarg termini. No obstant això, comptem amb una sèrie de dades que suggereixen que, ara com ara, la implementació ha donat fruits. Per exemple, utilitzant els agregats de les declaracions de la renda de les llars el 2023, l'IRS (l'equivalent a Hisenda a Espanya) va reportar que més de tres milions i mig de llars van sol·licitar algun crèdit de l'IRA, la qual cosa els va generar un estalvi de 8.400 milions de dòlars. En la mateixa línia, l'IRS va reportar, al juny passat, que, només durant la primera meitat del 2024, gràcies a les deduccions contemplades per l'IRA, els consumidors haurien estalviat gairebé 1.000 milions de dòlars en més de 150.000 compres de cotxes elèctrics. De fet, des de la implementació de l'IRA, les vendes de cotxes elèctrics van augmentar un notable 50% només el 2023.

Els EUA se centren en els semiconductors i en la transició energètica amb el segell *Made in America*

L'IRA és el major programa de resposta federal al canvi climàtic als EUA signat el 2022. Pretén accelerar la transició cap a una economia verda, crear ocupació i impulsar el creixement econòmic mitjançant préstecs, incentius fiscals i ajudes direc-

EUA: inversió en energia

(Milions de dòlars)



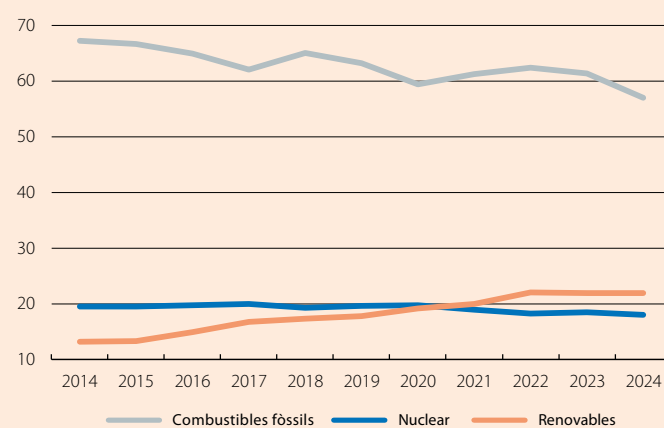
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MIT Clean Investment Monitor i del Rhodium Group.

1. Vegeu les estimacions de la CBO: «Estimated Budgetary Effects of Public Law 117-169, to Provide for Reconciliation Pursuant to Title II of S. Con. Res. 14».

2. Inclou la producció per a l'emmagatzematge de l'energia, la captura de carboni, la producció d'energia nuclear, el transport sostenible (biodièsel) i les instal·lacions de producció d'energies de fonts renovables (eòlica, solar i hidràulica). Per a les llars, inclou la instal·lació de panells solars, l'emmagatzematge de bateries i l'escalfament d'aigua amb energia solar, entre d'altres.

Altres dades recopilades pel MIT Clean Investment Monitor³ registren un augment significatiu de les inversions verdes en els tres últims anys. Entre el 2022 i el 2024, les inversions van assolir els 683.000 milions de dòlars, un augment de més del 150% en relació amb les realitzades entre el 2018 i el 2021. Malgrat que l'augment de les inversions ha estat significatiu, des del 2022, la proporció d'electricitat generada a partir d'energies renovables amb prou feines ha augmentat 2 p. p., fins al 22% (tot i que aquest nivell se situa 10 p. p. per damunt dels nivells del 2014).⁴ El segment on es noten uns resultats més destacables és el dels cotxes elèctrics: el 2024, les inversions van assolir els 91.000 milions de dòlars i les vendes de cotxes elèctrics (inclosos els híbrids) van representar el 21% del total de les vendes de cotxes (en relació amb menys del 10% el 2021).⁵

EUA: generació neta d'electricitat per font d'energia (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'US Energy Information Administration.

El CHIPS Act, signat a l'agost del 2022, busca enfortir les cadenes de subministrament de semiconductors als EUA. La llei va assignar 53.000 milions de dòlars (el 0,23% del PIB) per a la fabricació i per a la recerca i el desenvolupament de semiconductors al país, principalment en forma de subvencions.⁶ Fins ara, s'han assignat més de 38.000 milions de dòlars a 48 projectes a 23 estats, que han generat més de 115.000 llocs de treball. El biaix proteccionista del CHIPS Act es vehicula a través de la prohibició a les empreses participants d'expandir la manufactura de semiconductors a la Xina i a països considerats com una amenaça per a la seguretat dels EUA. També afegeix un incentiu de crèdit fiscal de fins al 25% per a les inversions especialitzades en la fabricació dels equips necessaris en el procés de manufactura dels semiconductors desenvolupats plenament en sòl nord-americà.

Reptes futurs

L'IRA i el CHIPS Act s'emmarquen en un procés de transformació econòmica, necessari en el context de canvis d'equilibri del poder global que s'està produint en els últims anys. Així, els EUA s'han d'enfrontar a la competència de nous jugadors en àrees clau en què, tradicionalment, han tingut un paper hegemònic, com pot ser el cas de la Xina.

Els primers dies de mandat de Trump han deixat clar que el proteccionisme anirà a més durant la seva Administració. Així, mentre sembla que el CHIPS Act encaixa amb les polítiques de la Casa Blanca, l'IRA es veu més amenaçat. La transició energètica no és una prioritat en la seva agenda, i, de fet, buscarà, en la mesura que sigui possible, augmentar la producció d'energies fòssils. No obstant això, revocar l'IRA no serà una tasca senzilla. En primer lloc, perquè es va signar com una llei, la qual cosa implica que necessitarà el suport de les dues cambres del Congrés per revocar-la. Això sembla poc probable considerant que la majoria de les inversions s'han realitzat als estats del Sud i dels Grans Llacs –estats tradicionalment del Partit Republicà. Sembla més probable que s'anul·lin algunes estipulacions de la llei o que, des de la Casa Blanca, es col·loquin «traves» que en dificultin la implementació: per exemple, retardar el lliurament dels fons i de les aprovacions o dificultar l'accés a la informació.⁷

Isabela Lara White

3. Vegeu el Clean Investment Monitor del MIT.

4. U.S. Energy Information Administration (2024), «Electric Power Monthly», Washington, D. C., U.S. Department of Energy.

5. U.S. Energy Information Administration (2024), «U.S. share of electric and hybrid vehicle sales reached a record in the third quarter», Washington, D. C., U.S. Department of Energy, publicat el 4-12-2024.

6. Dels 53.000 milions de dòlars, 39.000 milions estan destinats a un programa d'assistència financera –també anomenat Fons XIPS per a Amèrica– administrat pel Departament de Comerç dels EUA per construir i per expandir les instal·lacions de manufactures. La resta s'utilitzarà per incentivar l'ecosistema domèstic per a la producció, inclosos la recerca i el desenvolupament.

7. Al tancament d'aquesta publicació, la Casa Blanca ha eliminat la pàgina oficial de l'IRA. S'hi pot accedir només a través de l'Arxiu presidencial de l'Administració Biden, [Inflation Reduction Act Guidebook | Clean Energy | The White House](#), i no pot ser actualitzada.

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

Et recomanem:

Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera



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

Monitor de consum



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

Flash de divises



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

Informe Sectorial Turisme 1S 2025



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

Observatori Sectorial



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

Informe Sectorial Agroalimentari 2024



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

Segueix-nos a:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2025

© Banco BPI, 2025

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

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

