

IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 502 | JULIOL-AGOST 2025



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

ECONOMIA INTERNACIONAL

Dependències importadores i urgències competitives per a la indústria europea

El difícil adeu de la UE a l'energia russa

L'Índia vs. la Xina: una perspectiva de creixement

ECONOMIA ESPANYOLA

El patró recent de creixement de l'ocupació a Espanya ha afavorit l'avanç de la productivitat?

S'exporta tecnologia i complexitat des d'Espanya?

L'impacte econòmic de l'apagada en detall

INFORME MENSUAL

Juliol-Agost 2025

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

Adrià Morron Salmeron i

Oriol Carreras

Coordinadors de l'*Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista en cap

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

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

10 ECONOMIA INTERNACIONAL

12 *Dependències importadores i urgències competitives per a la indústria europea*

David Martínez Turégano

15 *El difícil adeu de la UE a l'energia russa*

María Romero Meléndez

17 *L'Índia vs. la Xina: una perspectiva de creixement*

Luis Pinheiro de Matos i Antonio Marta Miranda

22 ECONOMIA ESPANYOLA

24 *El patró recent de creixement de l'ocupació a Espanya ha afavorit l'avanç de la productivitat?*

Oriol Carreras Baquer

27 *S'exporta tecnologia i complexitat des d'Espanya?*

Anna Bahí Esteba

30 *L'impacte econòmic de l'apagada en detall*

Zoel Martín Vilató i Josep Mestres Domènech

34 ECONOMIA PORTUGUESA

Les finances públiques (també) en el punt de mira

Al complex escenari econòmic global s'hi podria sumar un nou focus de preocupació: la salut de les finances públiques. Aquesta vegada, el detonant no seria un país emergent o del sud d'Europa. La nova Administració nord-americana ha aprovat un pla fiscal que, segons les estimacions inicials, mantindria el dèficit públic dels EUA en nivells molt elevats els propers anys, al voltant del 7% del PIB, i podria situar el deute públic en una preocupant trajectòria ascendent: en els cinc propers anys, podria augmentar 15 p. p., fins al 130% del PIB. A tot això se suma el deteriorament de les perspectives de creixement de la primera economia mundial a conseqüència de la política econòmica posada en marxa. Des del novembre del 2024, el creixement previst per a enguany s'ha reduït en més de 0,5 p. p., i les perspectives de creixement a mitjà termini també s'estan deteriorant.

L'experiència dels últims anys mostra que la confiança en la sostenibilitat de les finances públiques es pot esvaïr ràpidament. Així ha succeït recentment al Regne Unit, quan Liz Truss va anunciar un pla fiscal amb fortes retallades d'impostos que posaven en dubte les finances públiques britàniques. Fa ja més de 10 anys, durant la crisi financera global, el repunt de les primes de risc dels mal anomenats PIIGS també va ser sobtat i pronunciat. A més a més, és important considerar que, durant aquests episodis, augmenta l'aversion al risc dels inversors, de manera que el tensionament de les condicions financeres acostuma a ser generalitzat i no se sol diferenciar de forma apropiada la situació de cada economia. Això obliga a redoblar els esforços quan els vents són favorables.

En aquest context, el deute públic espanyol se situa lleugerament per damunt del 100% del PIB, un nivell superior al de la majoria d'economies desenvolupades (el 75% presenta un nivell inferior), tot i que per sota del de grans economies com França, Itàlia, els EUA i el Japó. El deute públic espanyol és dels que més va augmentar durant la pandèmia (22 p. p. entre el 2019 i el 2020), però, després de l'ajust dels últims anys, s'acosta ja als nivells del 2019 (es troba 4 p. p. per damunt).

Les dues palanques clau perquè el deute públic continuï baixant són el dèficit públic i el creixement econòmic. El dèficit públic va tancar el 2024 en el 3,2% del PIB, un nivell sensiblement inferior al que presenten els EUA, França i el Regne Unit (en el 7,3%, el 5,8% i el 5,7%, respectivament) i que permet que el deute es vagi reduint, tot i que ho faci de manera gradual i sempre que el creixement continuï sent dinàmic. En aquest sentit, cal destacar que, fins a la data, el ritme d'avanç del PIB espanyol ha destacat entre el conjunt d'economies desenvolupades, el 90% de les quals van presentar xifres pitjors el 2024, i, a més a més, és generalitzat per sectors. Segons [l'Indicador Sectorial de CaixaBank Research](#), més del 50% dels sectors presenten un ritme de creixement superior a la mitjana històrica, i cap sector creix a un ritme inferior a l'1%. La robustesa de l'economia espanyola és especialment rellevant en el context actual. Tot això ha propiciat que la prima de risc del deute públic espanyol hagi mantingut una trajectòria descendent i que se situï per sota de la de França i de la d'Itàlia.

Per reforçar aquesta posició, els propers anys, el dèficit públic s'hauria de continuar reduint i el creixement econòmic hauria de continuar sent relativament dinàmic. En aquest sentit, és clau que el creixement de la productivitat presenti una millora en relació amb les xifres de l'última dècada. Entre el 2014 i el 2024, el creixement del PIB per hora treballada només va créixer, de mitjana, el 0,5% anual. No obstant això, les últimes xifres són esperançadores. Entre el 2022 i el 2024, el creixement de la productivitat s'ha doblat, fins a assolir l'1,0% anual de mitjana.

Pel que fa al dèficit públic, tot indica que, a curt termini, es continuarà ajustant, gràcies al bon ritme de creixement que s'espera que mantingui l'activitat econòmica. No obstant això, a mitjà termini, la pressió sobre la despesa pública augmentarà, per l'increment de la despesa en defensa, en salut i en prestacions socials, la qual cosa dificultarà l'ajust. En aquest sentit, els ingressos públics a Espanya es troben a prop de la mitjana dels països desenvolupats. D'altra banda, també s'observa que gairebé tots els països desenvolupats amb un PIB *per capita* superior al d'Espanya presenten una major eficiència del sector públic, segons l'indicador del Banc Mundial que mesura la qualitat dels serveis públics i l'efectivitat de les polítiques públiques. En aquest àmbit, determinant per impulsar el progrés econòmic i per reduir la desigualtat, el recorregut de millora és ampli.

Oriol Aspachs
Juliol-agost de 2025

Cronologia

JUNY 2025

- 5 El BCE retalla els tipus d'interès en 25 p. b. i abaixa el tipus *depo* fins al 2,0%.
- 12 Segons Copernicus, de la Comissió Europea, el maig del 2025 va ser, a nivell mundial, el segon mes de maig més càlid des que es disposa de dades (el rècord el té el maig del 2024).

ABRIL 2025

- 2 *Liberation Day*: Trump anuncia un aranzel universal del 10% i aranzels «recíprocs» superiors a 57 països.
- 17 El BCE abaixa els tipus d'interès en 25 p. b. i deixa el tipus *depo* en el 2,25%.
- 28 Espanya i Portugal afectats per una apagada massiva que provoca greus disruptcions als dos països.

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.

MAIG 2025

- 3 L'OPEP augmenta la producció de cru al mateix temps que creixen les tensions internes.
- 28 Els dubtes legals sobre els aranzels de l'Administració Trump incrementen la incertesa sobre els seus efectes globals.

MARÇ 2025

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

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%.

Agenda

JULIOL 2025

- 1 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (juny).
- 2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).
- 9 Espanya: comptes financers (1T).
- 10 Portugal: comerç internacional (maig).
- 15 Xina: PIB (2T).
- 18 Portugal: balança de pagaments (maig).
- 22 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (maig).
- 24 Espanya: enquesta de població activa (2T).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 29 Espanya: avanç del PIB (2T).
- 29-30 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 30 Espanya: avanç de l'IPC (juliol).
Portugal: avanç del PIB (2T).
Zona de l'euro: PIB (2T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juliol).
EUA: PIB (2T).
- 31 Espanya: execució pressupostària de l'Estat (juny).
Portugal: avanç de l'IPC (juliol).
Portugal: execució pressupostària (juny).
Portugal: activitat turística (juny).

AGOST 2025

- 1 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (juliol).
- 4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juliol).
- 5 Espanya: producció industrial (juny).
- 6 Portugal: ocupació (2T).
- 8 Portugal: comerç internacional (juny).
- 14 Portugal: índex de costos laborals (2T).
- 15 Japó: PIB (2T).
- 18 Espanya: comerç exterior (juny).
- 26 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (juny).
- 28 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (agost).
- 29 Espanya: avanç de l'IPC (agost).
Portugal: desglossament del PIB (2T).
Portugal: avanç de l'IPC (agost).

Aranzels i dependències estratègiques: dues cares de la mateixa moneda

Un cop superat l'equador de l'any, la llista de temes oberts a la carpeta de l'economia internacional continua sent considerable (nivells aranzelaris finals, risc geopolític, ajust de la inflació als EUA, afebliment del dòlar, etc.), la qual cosa limita la visibilitat sobre el comportament de l'activitat a curt termini, tot just quan entrem en una època de l'any amb una elevada sensibilitat del canal financer a qualsevol sorpresa negativa. L'equilibri, per tant, continua sent inestable, malgrat que continua sorprenent la resiliència del cicle de negocis i dels mercats financers davant les distorsions causades per un risc geopolític que va guanyant cada vegada més protagonisme. Ara com ara, sembla que factors com la fortalesa del mercat de treball, la sòlida posició financera del sector privat, el dinamisme del sector tecnològic o el retorn dels tipus d'interès a la zona neutral (amb l'excepció dels EUA) estan compensant l'efecte de les perturbacions acumulades des del gener. Tot i que, a curt termini, la incertesa pot continuar afectant les decisions dels consumidors i de les empreses i els moviments dels bancs centrals.

Per tant, el resultat final de la negociació aranzelària determinarà la senda de comportament de l'economia internacional en els propers trimestres i pot obrir escenaris d'elevada heterogeneïtat, i és important no solament el punt d'arribada, sinó també com i quan s'hi arribarà. Ara com ara, tot i que encara queden molts detalls per conèixer i una nova data límit per a les negociacions (1 d'agost), el nivell de l'aranzel mitjà final dels EUA es pot aproximar al 15%, compatible amb les hipòtesis de la majoria dels escenaris centrals de previsió, que, en el nostre cas, situarien el creixement mundial d'enguany en el 2,9%, només un graó per sota dels ritmes d'activitat previs al soroll aranzelari. En aquest sentit, malgrat que les dades d'activitat del 2T que es publicaran al final de juliol permetran tenir una mica més de visibilitat per valorar l'impacte sobre el creixement ocasionat per les tensions aranzelàries —a través dels canals comercial, de preus i expectatives—, la sensació és que, durant el primer semestre, l'efecte net haurà estat moderat i inferior als senyals que anticipaven els indicadors de confiança. La publicació de les dades d'inflació del juny i els resultats empresarials del 2T també llançaran una mica de llum sobre com s'està repartint el cost de les pujades aranzelàries als EUA entre els consumidors, les empreses i els exportadors. Tot i que el més important és que no s'ha trencat res de manera definitiva en minimitzar-se el risc

d'efectes no lineals amb un impacte potencial molt elevat, com la ruptura de les cadenes de subministraments.

Més difícil serà extrapolar tendències a llarg termini, malgrat que tot porta a un món més fragmentat, amb un augment de les barreres entre blocs comercials i amb la recerca generalitzada de l'autonomia estratègica, concepte inicialment centrat en seguretat i defensa i que, ara, està mutant cap a una orientació eminentment econòmica. El problema és que, atesos els vincles econòmics que s'han anat conformant en les últimes dècades (vegeu [«Dependències importadores i urgències competitives per a la indústria europea»](#), en aquest mateix *Informe Mensual*), les decisions de política comercial no seran innòcues per al creixement potencial futur. En el cas d'Europa, el percentatge de l'oferta de productes manufacturats (no energètics) coberts amb importacions extracomunitàries ha passat del 15% al 25% en els 20 últims anys, inclosos els productes industrials amb un elevat contingut tecnològic, on aquesta dependència és cada vegada més elevada, com els components electrònics (el 64,8%) o els equips de telecomunicacions (el 82,5%). Tot plegat és un reflex de la pèrdua de competitivitat del sector manufacturer europeu (i del guany de complexitat de les exportacions xineses, cada vegada més semblants a les europees), la qual cosa ha generat dependències estratègiques molt importants i ha posat de manifest la necessitat d'accelerar el full de ruta de la Comissió Europea (Brúixola de la Competitivitat) basat en els informes Draghi i Letta. En aquest context, també s'explicaria la urgència que estan mostrant països com Alemanya a l'hora de tancar ràpidament un acord amb els EUA, perquè no solament està en joc un mercat fonamental per a una gamma de productes europeus d'alta sensibilitat (automòbil, sector agrícola, etc.), sinó perquè, a més a més, les dependències dels EUA, tot i que moderades (el 3% de l'oferta total), afecten sectors estratègics (farmàcia, material de transport, etc.). Aquesta recerca de la competitivitat perduda de la indústria europea, mentre s'intenta optimitzar les relacions comercials amb les dues grans potències econòmiques del món postglobalització, conformarà el futur d'Europa a mitjà termini. En definitiva, malgrat que és difícil pensar que «aranzel» sigui la paraula més bonica del diccionari després d'«amor», com creu Trump, sí que continuarà sent la més important per als nostres escenaris econòmics a curt termini. I per al comportament dels mercats financers en una època de l'any d'alta sensibilitat.

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	3,25
SOFR 3 mesos	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	4,07	3,35
SOFR 12 mesos	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,75	3,41
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	4,10	3,90
Deute públic 10 anys	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,60	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	1,89	1,97
Deute públic 10 anys	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,30	2,40
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,48	2,63
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,67	2,84
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,00	3,20
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	2,01	2,14
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,31	2,49
Deute públic 10 anys	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,85	3,10
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	1,14	1,15
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	61,7	62,8
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	54,1	54,6

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 PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	2,9	2,9
Països desenvolupats	2,7	1,5	1,7	1,7	1,8	1,3	1,3
Estats Units	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	1,3	1,3
Zona de l'euro	2,3	0,8	1,2	0,6	0,8	0,9	1,1
Alemanya	1,6	1,3	0,2	-0,1	-0,2	0,4	1,0
França	2,3	1,0	0,7	1,6	1,1	0,4	0,8
Itàlia	1,5	-0,3	1,6	0,8	0,5	0,6	1,0
Portugal	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	1,7	1,9
Espanya	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,4	2,0
Japó	1,4	0,4	-0,2	1,5	0,1	1,0	1,0
Regne Unit	2,8	1,2	1,0	0,4	1,1	1,1	1,2
Països emergents i en desenvolupament	6,3	4,9	3,1	4,7	4,3	3,9	3,9
Xina	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,2	3,9
Índia	7,2	6,7	3,8	8,9	6,7	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	3,4	2,0	1,8
Mèxic	2,3	1,5	0,5	3,4	1,4	1,0	1,4
Rússia	-	1,4	0,6	4,1	4,3	1,7	1,3
Turquia	5,5	4,5	6,3	5,1	3,2	2,1	2,9
Polònia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	3,3
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,3	3,9
Països desenvolupats	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,3	2,3
Estats Units	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,9	2,6
Zona de l'euro	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,0	1,9
Alemanya	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,1	2,0
França	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	1,4	1,9
Itàlia	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,6	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,1	2,0
Espanya	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,4	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	2,9	2,3
Països emergents i en desenvolupament	6,9	5,5	6,8	8,0	7,7	5,6	4,9
Xina	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,5	1,0
Índia	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
Mèxic	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rússia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquia	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polònia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	3,4

Nota: 1. Xifres ajustades per estacionalitat i calendari per a la zona de l'euro, Alemanya, França, Itàlia, Portugal, Espanya i Polònia. Xifres ajustades per estacionalitat per als Estats Units i el Regne Unit.

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	2,7	2,3
Consum de les AP	4,5	0,9	2,6	5,2	4,1	2,0	0,8
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,2	-1,0	2,1	3,0	3,9	3,0
Béns d'equipament	4,9	0,2	-2,5	1,1	2,8	5,9	2,3
Construcció	5,7	-2,6	-1,9	3,0	3,5	3,2	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,7	1,6	2,7	2,5	2,0
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,5	2,8	3,1	2,2	2,1
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	2,5	0,3	2,4	3,0	2,5
Producte interior brut	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,4	2,0
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	2,4	1,7
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	2,4	2,2
Costos laborals unitaris	3,1	0,6	3,6	6,1	4,0	3,5	2,7
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,0	2,7	2,9
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	0,2	1,4	3,7	4,2	3,7	3,9
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-7,1	-3,5	-3,2	-2,8	-2,6

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

Previsions

Economia portuguesa

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

Previsions

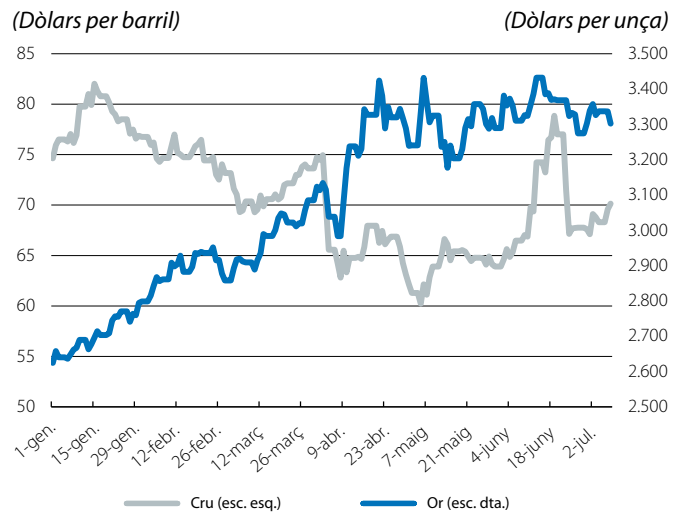
Ni el risc geopolític ni les amenaces comercials frenen l'avanç dels actius de risc

Impacte contingut del repunt de risc geopolític. L'agreujament de les tensions al Pròxim Orient amb els atacs entre Israel, els EUA i l'Iran va ser curt, intens però contingut. Així va ser també la resposta dels mercats financers. El preu del barril de cru Brent va repuntar el 20% en només una setmana, de 66 a 79 dòlars, per després caure el 15% en qüestió de cinc dies un cop anunciada la treva. De llavors ençà, el preu del Brent s'ha consolidat en nivells propers als 67-68 dòlars per barril, després que els fonamentals han tornat a dirigir les dinàmiques de preus en un context de sobreoferta, en què, a més a més, l'OPEP+ avançarà la reversió de la retallada de 2,2 milions de barrils implementada el 2023. La producció augmentarà en 548.000 barrils diaris a l'agost, i s'accelerarà el ritme en relació amb els increments consecutius de 411.000 barrils diaris registrats al maig, al juny i al juliol. Els altres actius financers van respondre de manera més tímida. El dia dels bombardejos nord-americans, l'S&P 500 amb prou feines va caure l'1,5%, el dòlar es va apreciar el 0,3% i l'or, actiu refugi tradicional, va pujar el 3% i va tornar ràpidament als nivells previs. Després d'aquest curt episodi, els mercats van reprendre les tendències ja observades en el mes anterior: uns tipus d'interès sobirans més estables a la zona de l'euro, sense ensurts ni sorpreses per part del BCE; uns tipus als EUA que es mouen al so de les expectatives de la política monetària, sense que els riscos fiscals derivats de la nova llei de pressupost (l'OBBA) ni les amenaces d'aranzels hi impactin de manera significativa, i unes borses que avancen amb resiliència malgrat les tensions comercials, la qual cosa podria reflectir uns inversors optimistes perquè la Casa Blanca finalment aconsegueixi acords amb els seus socis comercials o, simplement, incredulitat davant el fet que Trump torni a imposar els aranzels recíprocs.

El BCE abaixa tipus i assolix el «final d'un cicle monetari». Com s'havia anticipat, al juny, el BCE va retallar els tipus en 25 p. b. (depo en el 2,00%). Lagarde va caracteritzar la situació actual com «un final de cicle monetari», que ha assolit ja la normalització de la inflació després de les disrupcions de la COVID-19 i de la guerra a Ucraïna. De cara a la nova fase del cicle, s'obre un ventall d'escenaris en un entorn que el BCE va descriure com d'incertesa «excepcional», motiu pel qual, de cara a les pròximes reunions, el banc central va reiterar la seva estratègia de dependència de les dades. Així i tot, Lagarde va valorar que el to actual de la política monetària està ben posicionat per respondre a la incertesa i va mostrar, així, poca disposició a tornar a abaixar tipus al juliol. Els mercats financers anticipen continuïtat de tipus en la pròxima reunió i una nova baixada de 25 p. b. en l'últim tram de l'any.

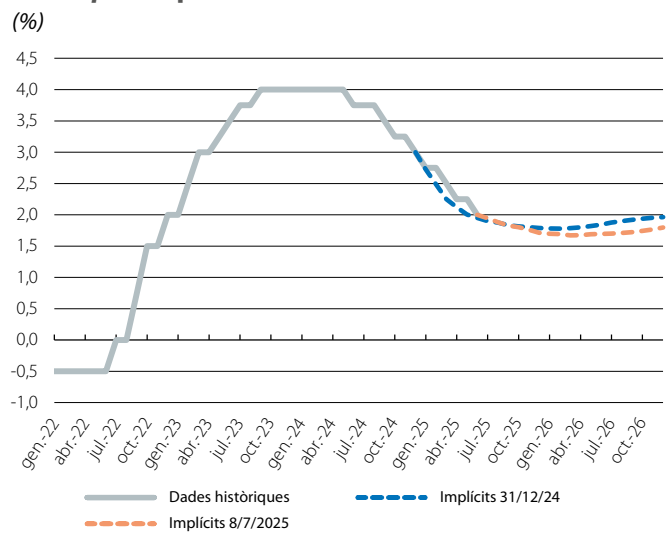
La Fed en pausa i amb divisió d'opinions. Tampoc va sorprendre la Reserva Federal, que va mantenir el tipus *fed funds* en el rang 4,25%-4,50% i va prolongar per quarta vegada consecutiva la pausa que ha iniciat enguany. Va tornar a justificar la decisió argumentant que necessita més claredat sobre l'impacte dels aranzels sobre els preus i sobre l'activitat abans de tornar a moure fitxa i considera que la solidesa de l'economia li permet prendre's una nova pausa. En l'actualització de les previsions macroeconòmiques, la Fed no va alterar la seva valoració qualitativa d'un escenari

Primeres matèries



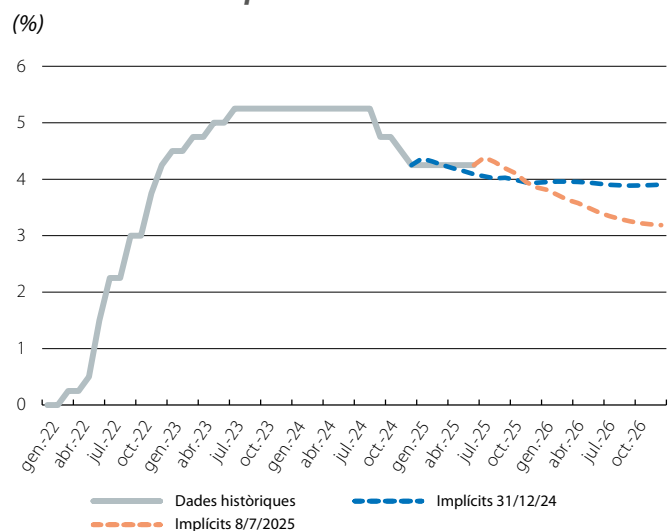
Nota: Cru fa referència al barril de Brent.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

BCE: tipus depo



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

Reserva Federal: tipus fed funds



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal i de Bloomberg.

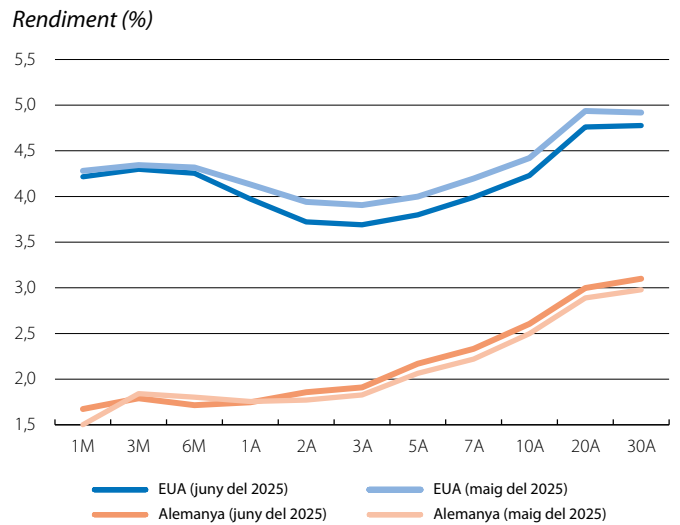
ri amb una inflació més elevada i amb menys creixement, tot i que sí que va intensificar la magnitud de l'impacte a causa d'uns aranzels més elevats del que s'havia estimat inicialment. Més rellevants van ser les projeccions de tipus d'interès al *dot plot*. El gràfic va mostrar dos blocs ben definits, i de dimensió similar, dins el FOMC: d'una banda, un grup més caut que anticipa només una baixada de tipus enguany o fins i tot cap; de l'altra, una ala més acomodaticia que continua projectant almenys dues retallades. Aquesta dispersió d'expectatives va posar de manifest la incertesa creixent sobre la trajectòria de la política monetària i reforça l'estratègia de dependència de les dades. Els mercats financers anticipen que la Fed reprendrà la distensió monetària després de l'estiu, amb dues baixades de 25 p. b. enguany.

Les expectatives de política monetària i fiscal guien els tipus sobirans. Sense sorpreses del BCE i sense canvis en les tendències de fons de l'economia de la zona de l'euro, els tipus sobirans de la regió es van mantenir relativament estables durant la primera meitat del mes. En fer-se públic el nou projecte de pressupost d'Alemanya, que comporta un augment de la despesa pública, els tipus sobirans van repuntar de manera generalitzada i van tancar el mes de juny 10 p. b. per damunt dels nivells del final del mes anterior. Als EUA, en canvi, els tipus sobirans van registrar moviments d'anada i tornada, amb caigudes inicials al llarg de la corba propiciades per l'expectativa d'una Fed més acomodaticia (que podria retallar fins a tres vegades enguany) davant l'aparent impacte limitat, ara com ara, que estan tenint els aranzels sobre les dades de la inflació. No obstant això, la bona dada d'ús del mes de juny va revertir la tendència i va consolidar l'expectativa que la Fed es mantindrà en pausa fins al final de l'estiu, situació que va generar un repunt dels tipus dels *treasuries* des del començament de juliol fins al tancament d'aquesta publicació.

Les tensions geopolítiques no van ser suficients per impulsar el dòlar. Malgrat la intensificació de les tensions geopolítiques i de la incertesa comercial, la divisa nord-americana es va afèblir gairebé el 3% al juny, fins a mínims des del 2021, enfront de les principals divises. La treva entre els països implicats en el conflicte del Pròxim Orient, que va fer repuntar l'apetència pels actius de risc, i els vaivens dels tipus sobirans als EUA van propiciar la caiguda de la divisa. Addicionalment, les perspectives de deteriorament fiscal als EUA no van deixar de pesar. La depreciació del dòlar ha estat especialment intensa enfront de l'euro, que ja cotitza prop d'1,18 per dòlar (gairebé el 15% per damunt de l'inici d'enguany).

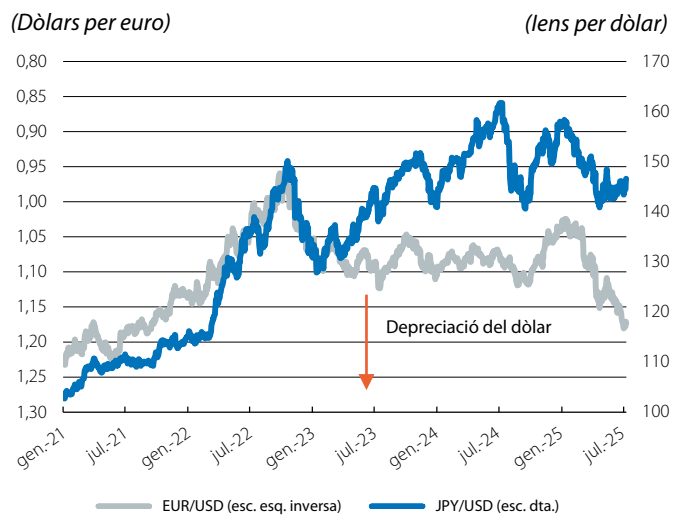
Les borses: optimistes, incrèdules o les dues coses? En un context d'elevada incertesa geopolítica, i amb la data de venciment de la pausa als aranzels recíprocs apropant-se, les borses globals van tenir un mes positiu (l'MSCI All Country World Index es va apuntar un +4,3% al juny). Els índexs nord-americans van liderar els guanys, impulsats per les tecnològiques, i l'S&P 500 va assolir un nou màxim històric. Així, es va tancar un mes en què les borses van reaccionar menys a les amenaces de Trump, en una situació que alguns analistes han anomenat *TACO trade* (Trump Always Chickens Out, Trump sempre recula) i que reflectiria l'expectativa, entre els inversors, que, eventualment, el president ajornarà o incomplirà la seva amenaça. Així, les borses van tancar la primera meitat de l'any recuperant-se de les turbulències de l'abril i destil·lant optimisme, pel fet que, eventualment, s'arribarà a acords comercials i l'economia global evitarà una guerra aranzelària desordenada.

Corbes de rendiments sobirans



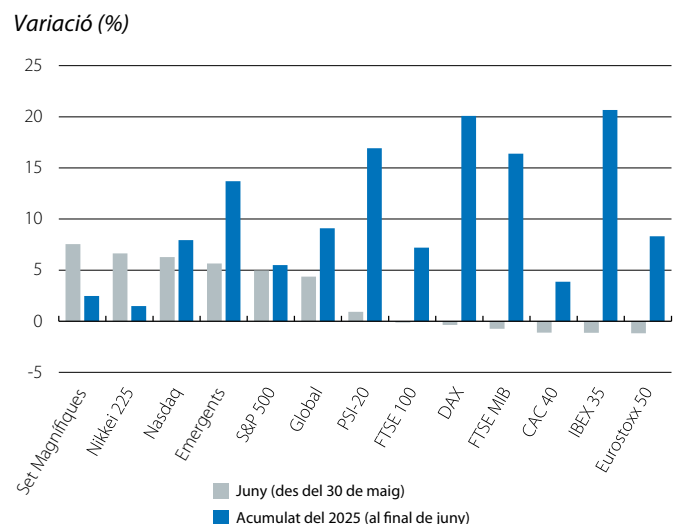
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Dòlar enfront de l'euro i del ien



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

Índexs borsaris



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

Tipus d'interès (%)

	30-juny	31-maig	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,15	2,40	-25	-100,0	-210,0
Euríbor 3 mesos	1,94	2,00	-5	-77,0	-176,7
Euríbor 12 mesos	2,07	2,09	-2	-38,8	-150,6
Deute públic a 1 any (Alemanya)	1,76	1,77	-1	-48,5	-145,1
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	1,86	1,78	9	-22,1	-97,2
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,61	2,50	11	24,0	10,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,24	3,09	15	18,1	-17,7
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,06	2,98	8	20,7	-19,4
EUA					
Fed funds (límit inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 mesos	4,29	4,32	-3	-1,3	-103,2
Deute públic a 1 any	3,97	4,10	-13	-17,6	-114,3
Deute públic a 2 anys	3,72	3,90	-18	-52,2	-103,4
Deute públic a 10 anys	4,23	4,40	-17	-34,1	-16,8

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	30-juny	31-maig	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	55	58	-3	-3,1	-6,9
Itraxx Financer Sènior	59	62	-3	-5,0	-13,1
Itraxx Financer Subordinat	101	107	-6	-11,2	-27,4

Tipus de canvi

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,18	1,13	3,9	13,8	10,0
EUR/JPY (iens per euro)	169,8	163,5	3,9	4,3	-1,5
EUR/GBP (lliures per euro)	0,86	0,84	1,8	3,7	1,3
USD/JPY (iens per dòlar)	144,0	144,0	0,0	-8,4	-10,5

Primeres matèries

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	568,50	555,02	2,4	6,0	5,4
Brent (\$/barril)	67,61	63,90	5,8	-9,4	-21,8
Or (\$/unça)	3.303,14	3.289,25	0,4	25,9	42,0

Renda variable

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	6.205	5.912	5,0	5,5	13,6
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	5.303	5.367	-1,2	8,3	8,4
Ibex 35 (Espanya)	13.992	14.152	-1,1	20,7	27,9
PSI 20 (Portugal)	7.456	7.388	0,9	16,9	15,1
Nikkei 225 (Japó)	40.487	37.965	6,6	1,5	2,3
MSCI emergents	1.223	1.157	5,7	13,7	12,6

Equilibris que enganyen, desequilibris que se sostenen

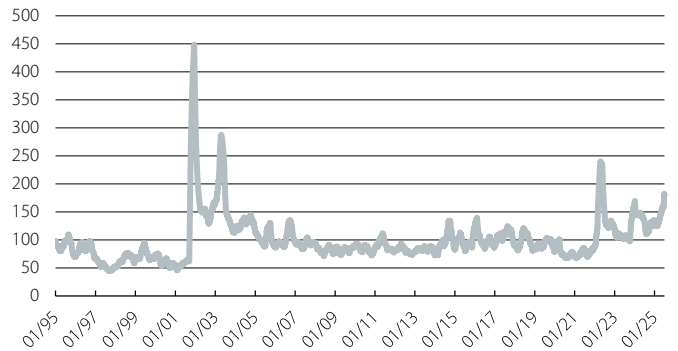
La geopolítica i la incertesa delineen l'escenari global. La treva anunciada entre l'Iran i Israel al final de juny, després de dies d'atacs i d'un bombardeig dels EUA a tres bases del programa nuclear iranià, es va sumar a la cadena d'episodis de tensió geopolítica que han marcat els últims mesos i anys. Malgrat que la treva va neutralitzar els temors d'un conflicte regional estès i d'una disrupció de l'oferta de petroli, l'episodi va recordar que la conjuntura continua condicionada per l'amenaça de noves disrupcions d'oferta. Per la seva banda, la cimera de líders dels països de l'OTAN va arribar a un acord per augmentar la despesa en defensa fins al 5% del PIB (el 3,5% + l'1,5% addicional en ciberseguretat, infraestructures, etc.). Entre conflictes oberts o en pausa a diferents geografies, la fragmentació del tauler geopolític a nivell global continuarà condicionant l'escenari macroeconòmic. Una altra dimensió clau de l'entorn econòmic és la incertesa. A diferència del risc (geopolític o altres), la incertesa fa referència a la impossibilitat d'anticipar els esdeveniments amb un cert grau de certesa o de probabilitat. Aquesta dimensió és particularment visible en dades d'incertesa per categories, recopilades a partir d'àmplies bases de dades de diaris nord-americans, on, a diferència d'episodis anteriors, s'observa un repunt generalitzat en totes les categories. Així mateix, als EUA, els principals índexs de confiança del consumidor s'han deteriorat en els últims mesos, i les enquestes empresarials apunten a la incertesa, als aranzels i als riscos geopolítics com els principals reptes.

Aranzels: entre pauses, acords, cartes i amenaces. Després de 90 dies de pausa, Donald Trump va signar una ordre executiva per estendre la suspensió dels aranzels fins a l'1 d'agost. En principi, un cop transcorreguts aquests dies, es tornaran a aplicar els aranzels recíprocs anunciats el 2 d'abril, l'anomenat *Liberation Day*, que es va saldar amb fortes turbulències als mercats financers. En algunes cartes ja enviades a alguns dels seus majors socis comercials, la Casa Blanca ha remarcat les condicions per als acords bilaterals proposats i ha actualitzat els aranzels que s'aplicarien si no s'arriba a un acord. Al Japó, a Corea del Sud o a Malàisia, s'aplicarien aranzels del 25%; a Sud-àfrica, del 30%; a Indonèsia, del 32%, i, a Tailàndia, del 36% (nivells iguals o molt pròxims als anunciats el 2 d'abril), mentre que a Brasil se li aplicaria un aranzel del 50%. D'altra banda, Trump va anunciar un acord amb el Vietnam (sense detalls oficials).

Una política fiscal en mode «gran i bonic» a les dues bandes de l'Atlàntic. El projecte de llei aprovat recentment pel Congrés nord-americà s'enfoca en retallades d'impostos, on destaca l'extensió permanent de les rebaixes fiscals introduïdes el 2017, així com les noves deduccions per propines i per hores extra, promeses durant la campanya electoral. Pel costat de la despesa, destaca tant l'augment del pressupost en partides de defensa i seguretat nacional com l'eliminació d'incentius fiscals vinculats a l'IRA i les retallades de despesa en sanitat. Les primeres estimacions apunten al fet que el dèficit total podria superar el 7% del PIB en els propers anys, mentre que el deute federal superaria el 125% del PIB, notablement per damunt dels nivells actuals (per damunt del 100% del PIB). Per la seva banda, el Parlament ale-

Global: risc geopolític

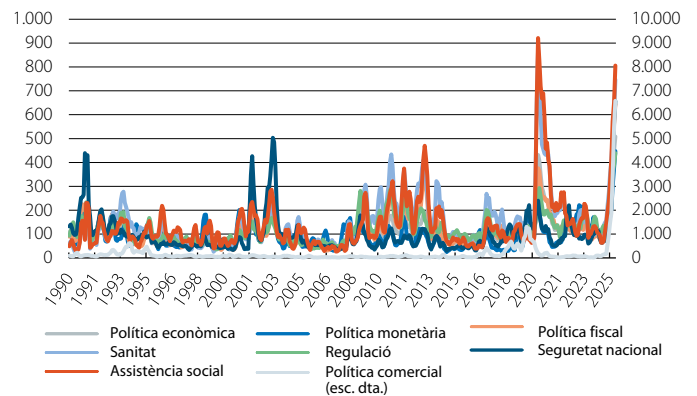
Índex (100 = mitjana 1985-2019)



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» (descarregades des d'<https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> el 1 de juliol del 2025).

EUA: incertesa per categories

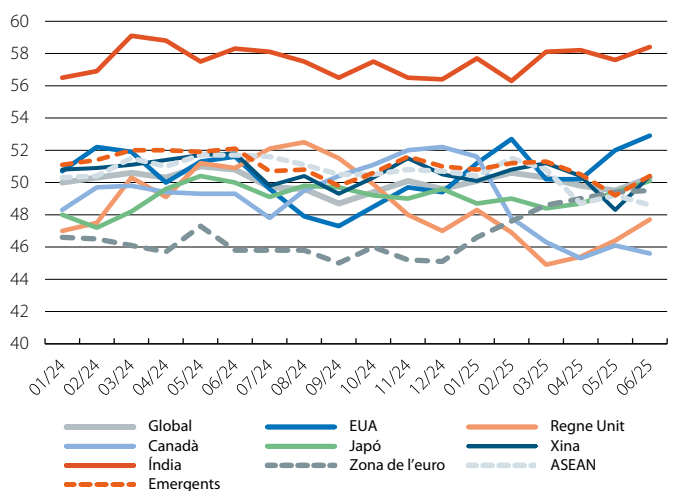
Índex (100 = mitjana 1985-2010)



Notes: Els índexs es construeixen a partir d'articles de diaris, mitjançant la cerca de paraules clau relacionades amb la incertesa en diferents àmbits. Les dades es deriven de la base de dades Access World News, que conté més de 2.000 diaris nord-americans. Cada subíndex conté termes econòmics, d'incertesa i de política, així com un conjunt de termes específics de cada categoria. Es mostra la mitjana de tres mesos. Cada sèrie es normalitza per tenir una mitjana de 100 en el període del 1985 al 2010.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Baker, S., Bloom, N. i Davis, S. (2016), «Measuring economic policy uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (4), 1593-1636 (descarregades des d'https://www.policyuncertainty.com/categorical_epu.html l'1 de juliol del 2025).

Global: PMI de manufactures

Índex



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de S&P Global, via Bloomberg.

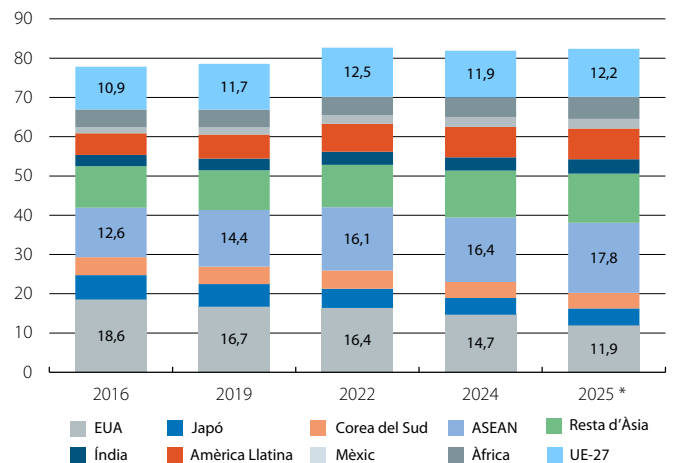
many va aprovar un projecte pressupostari per al 2025-2029, on es recull un increment de la despesa federal de més del 6,0% el 2025 i superior al 3,0% el 2026, per l'increment de la despesa en defensa i en inversió. Així mateix, en els propers anys, el dèficit pressupostari d'Alemanya s'hauria de situar per damunt del límit del 3% establert per la UE.

Malgrat la geopolítica, la incertesa i els aranzels, l'economia global aguanta. El PMI manufacturer global es va situar en els 50,3 al juny i va recuperar el nivell del març, després de dues lectures per sota dels 50 punts a l'abril i al maig. Per països, als EUA, el PMI es va situar en els 52,9 punts (màxim des de l'inici del 2022). L'anàlisi per components mostra un augment de la producció als EUA en l'últim mes, però també de la compra d'inputs, i un creixement dels preus, símptomes d'una treva aranzelària parcial i temporal. A la zona de l'euro, el PMI manufacturer es va situar en els 49,5 punts (màxim des de l'estiu del 2022), mentre que, a la Xina, es va recuperar fins als 50,4 punts, després d'una breu caiguda al maig, la mateixa xifra que per al conjunt de les economies emergents, on també s'observen pujades al juny. La millora generalitzada del PMI manufacturer al juny i l'estabilitat del PMI mundial al voltant dels 50 punts des de l'inici d'enguany mostren una economia global que continua aguantant múltiples xocs i que avança a un ritme moderat. Entre altres testimonis de les tímides perspectives per a l'economia global, es troben les economies del Canadà i dels països ASEAN, on els PMI (45,7 i 48,8 punts en el 2T vs. 49,9 i 51,0 el 2024, respectivament) apunten a una contracció més clara de l'activitat manufacturera en el 2T.

Dades mixtes del 2T, després d'un 1T amb més ombres que llums. L'última estimació del PIB del 1T dels EUA va mostrar que la demanda interna es va alentir més del que s'havia pensat. Malgrat que la variació del PIB es va mantenir sense canvis (el -0,1% intertrimestral), destaca l'ajust substancial patit pel consum privat, motor clau de l'economia nord-americana en els últims anys, amb un creixement intertrimestral que es va rebaixar en 0,3 p. p., fins al 0,1%. Les dades econòmiques disponibles per al 2T apunten a un trimestre de moderació. Als EUA, les vendes al detall van caure el 0,9% intermensual al maig. D'altra banda, el «grup de control» (que exclou components com vehicles, benzina o restaurants i es considera més estable per mesurar l'evolució de l'activitat) va créixer el 0,4%, la qual cosa apunta encara a una solidesa del consum. En aquest entorn, el mercat laboral nord-americà es manté sòlid. En el 2T, es va crear una mitjana de 150.000 llocs de treball al mes, en relació amb els 111.000 del 1T, i la taxa d'atur va caure del 4,3% al 4,1% al juny. A la zona de l'euro, les vendes al detall van créixer l'1,8% interanual al maig (vs. el 2,7% a l'abril i el 2,0% en el 1T), la taxa d'atur va pujar lleugerament (el 6,3% al maig vs. el 6,2% de l'abril) i l'índex de confiança ESI es va mantenir a la baixa al juny (94 punts vs. 94,8 anterior). A la Xina, les vendes al detall van créixer el 6,4% al maig (vs. el 5,1% de l'abril), una acceleració que es pot atribuir als programes d'estímul al consum de béns duradors, que van créixer a taxes de doble dígit. La producció industrial va créixer el 5,8% interanual (vs. el 6,1% de l'abril), en un mes en què les exportacions de béns es van alentir (el +4,8% vs. el +8,1% anterior). Entre vents de cara a nivell intern i extern, el gegant asiàtic va créixer a un ritme moderat, secundat per la política fiscal i per un sector exportador que es va adaptant a un entorn difícil.

Xina: exportacions

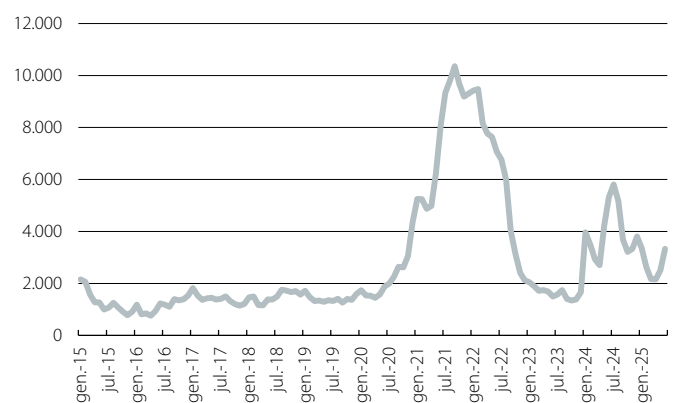
(% del total)



Nota: * Per al 2025, s'utilitzen dades d'exportacions acumulades entre el gener i el maig.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, via Bloomberg.

Global: preus dels nolis de contenidors

(Dòlars per contenidor de 40 peus de llarg)



Nota: L'índex mundial de contenidors (WCI, per les sigles en anglès) recopilat per Drewry informa sobre els preus dels nolis de contenidors al mercat spot per a les principals rutes comercials est-oest. L'índex compost representa una mitjana ponderada per volum de les vuit rutes d'enviament, que inclouen: Shanghai-Rotterdam, Rotterdam-Shanghai, Shanghai-Gènova, Shanghai-Los Angeles, Los Angeles-Shanghai, Shanghai-Nova York, Nova York-Rotterdam i Rotterdam-Nova York.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

EUA: aranzel efectiu aplicat

(%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de The Budget Lab, de la Universitat de Yale (descarregades des d'<https://budgetlab.yale.edu/research/effective-tariff-rates-and-economic-uncertainty-rapid-policy-environment> l'1 de juliol del 2025).

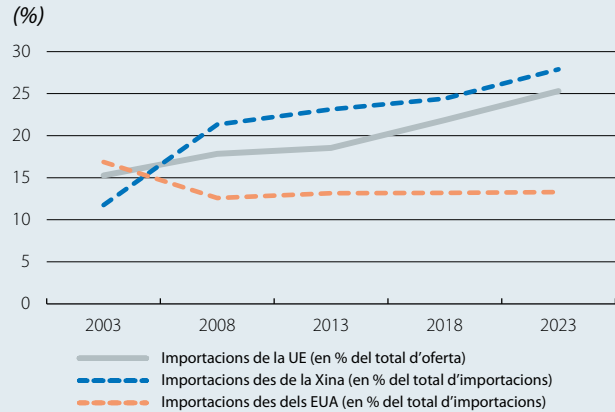
Dependències importadores i urgències competitives per a la indústria europea

A l'escenari geopolític global, cada vegada més complex i fragmentat, la idea d'autonomia estratègica a la UE ha mutat des d'un pur concepte de seguretat i defensa a un més ampli, amb un elevat contingut econòmic.¹ La lògica és senzilla: més capacitats productives pròpies donen més graus de llibertat en la política internacional. Posar fi a la dependència de l'energia russa n'és un bon exemple (vegeu «El difícil adeu de la UE a l'energia russa», en aquest mateix Informe Mensual). També ho són les actuals negociacions comercials amb els EUA. Amb l'amenaça d'un aranzel del 20% anunciat per Trump el 2 d'abril i d'una possible escalada proteccionista en sectors clau, com l'automoció o la indústria farmacèutica, la UE ha adoptat un perfil contingut en les seves respostes² i ha mantingut una retòrica menys dura amb la Xina (*de-risking* enfront de *de-coupling*).³ Pot ser un posicionament estratègic, però cap d'aquestes decisions és difícil d'entendre si tenim en compte les dependències importadores acumulades des de l'inici del segle, des de minerals crítics a *inputs* intermedis i productes finals.⁴ Aquí centrem l'atenció en el sector de les manufactures, amb l'exclusió de la branca d'energia.

La pèrdua de competitivitat industrial ve de lluny

Del total de l'oferta de productes manufacturats no energètics a la UE,⁵ el percentatge cobert per les importacions extracomunitàries ha passat del 15% del 2003 al 25% el 2023, amb un increment especialment intens durant l'últi-

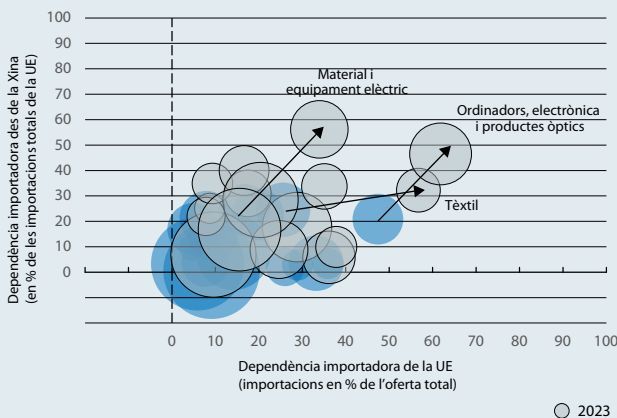
UE: dependència importadora en productes manufacturats no energètics



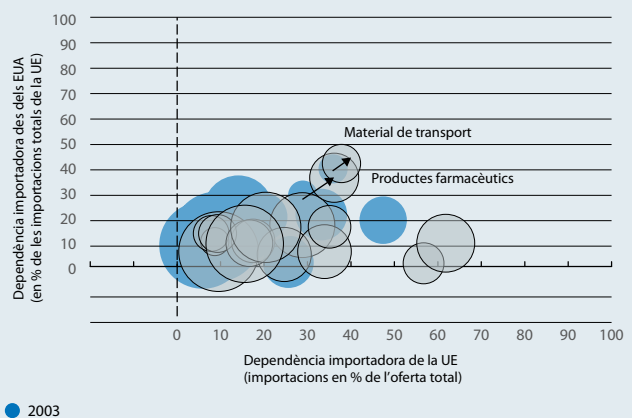
Nota: El total d'oferta a la UE és la suma de la producció i de les importacions.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de COMTRADE.

ma dècada (vegeu el primer gràfic). Aquesta tendència reflecteix com s'ha consolidat la pèrdua de competitivitat que es venia observant al sector manufacturer europeu des del començament del segle⁶ i que es continua produint en paral·lel al guany de quota de mercat global dels productes xinesos⁷ i de les importacions de la UE (fins a prop del 30% el 2023, la qual cosa representa el 7% del total de l'oferta de manufactures no energètiques). En canvi, la dependència dels EUA, que, al començament del període, era major que

UE: dependència de les manufactures no energètiques de la Xina, per grups de productes



UE: dependència de les manufactures no energètiques dels EUA, per grups de productes



Nota: Dependència importadora per a 16 grups de productes a nivell de divisió CNAE. La dimensió de la bombolla és proporcional al pes de cada grup de productes en l'oferta total.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i COMTRADE.

- Damen, M. (2022), «EU strategic autonomy 2013-2023: From concept to capacity», Parlament Europeu.
- Vegeu el Focus «On som i cap a on anem amb els aranzels dels EUA?», a l'IM06/2025.
- García-Herrero, A. (2023), «The EU's concept of de-risking hovers around economic diversification rather than national security», Bruegel.
- Comissió Europea (2021), «Strategic dependencies and capacities».
- El total d'oferta a la UE es defineix com la suma de la producció domèstica als diferents Estats membres i el total d'importacions extracomunitàries.
- Marschinski, R. i Martínez-Turégano, D. (2020), «The EU's shrinking share in global manufacturing: a value chain decomposition analysis», National Institute Economic Review, núm. 252.
- Vegeu el capítol 3 a Joint Research Centre (2022), «China 2.0 – Status and foresight of EU-China trade, investment, and technological race», Comissió Europea.

l'existent amb la Xina, s'ha mantingut relativament estable en els 15 últims anys (al voltant del 13% de les importacions i el 3% de l'oferta).

Les dependències de la Xina engloben un ampli espectre productiu

Per grups de productes, observem que l'increment en la dependència importadora de la UE de la Xina ha estat un fenomen generalitzat, que no solament ha afectat de manera intensa les manufactures amb menys contingut tecnològic, com la indústria tèxtil, sinó que s'ha estès a altres més avançades, com l'electrònica o la fabricació de maquinària i d'equipament (vegeu el segon gràfic i la taula).

De fet, la dependència europea de la Xina en peces de vestir i en calçat acumula ja una dècada de descens a favor d'altres productors més competitiu del sud-est asiàtic, com el Vietnam, reflex de l'*upgrading* en les capacitats de producció al seu sector manufacturer. En aquesta dinàmica, podríem estar veient una situació similar de «saturació» en la quota d'importació d'ordinadors i d'altres productes electrònics provinents de la Xina (com components, telèfons mòbils o equips de precisió), que, el 2023, van representar gairebé el 50% de les compres extracomunitàries (el 20% el 2003) i prop del 30% del total d'oferta en aquesta indústria (el 10% a l'inici del període).

La branca manufacturera que no sembla que tingui fre en l'increment de la dependència de la UE és la de material i equipament elèctric (per a consum, com electrodomèstics, o per a ús industrial, com bateries i generadors), on la Xina ja assoleix gairebé el 60% de quota importadora i el 20% del total d'oferta (el doble que fa 10 anys). I, de forma més incipient, i també amb una intensitat encara moderada, cal fer referència a l'increment del pes de la producció xinesa en l'oferta europea de químics i d'automòbils des del 2018, que ha motivat, en aquest últim cas, investigacions per pràctiques anticompetència i l'adopció de mesures proteccionistes per part de la UE.⁸

Les dependències dels EUA són moderades, però afecten sectors estratègics

En el cas dels EUA, la seva quota en les importacions de la UE s'ha mostrat relativament estable en la majoria de les manufactures no energètiques. Les excepcions més notables són la indústria farmacèutica (tant productes base com especialitats) i la de material de transport, on els productes nord-americans han assolit el 35% de les compres extracomunitàries i el 15% de l'oferta total (vegeu el tercer gràfic), nivells de dependència que superen àmpliament els de la Xina en els dos sectors. De forma més detallada, destaca la indústria aeronàutica i espacial, on gairebé dos terços de les importacions europees provenen dels EUA, de manera que representen gairebé el 30% de l'oferta total d'aquests productes a la UE (vegeu la taula).

8. Vegeu <https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/en/news/eu-commission-imposes-countervailing-duties-imports-battery-electric-vehicles-bevs-china>.

Principals productes manufacturats no energètics amb una major dependència importadora a la UE (2023)

	Total d'oferta (milers de milions d'euros)	Importacions		
		Totals (% del total d'oferta)	Des de la Xina (% del total d'importacions)	Des dels EUA (% del total d'importacions)
Especialitats farmacèutiques	291	34,3	2,0	38,7
Productes bàsics de ferro, acer i ferroaliatges	194	28,0	10,3	1,1
Aeronàutica i espacial i la seva maquinària	149	44,8	3,5	63,8
Components electrònics	119	64,8	38,7	5,5
Equips de telecomunicacions	109	82,5	57,7	4,2
Instruments i subministraments mèdics i odontològics	99	40,8	14,9	30,6
Equips de mesura, verificació i navegació	90	28,4	19,9	26,5
Ordinadors i equips perifèrics	87	81,0	63,0	5,6
Productes farmacèutics de base	78	43,2	18,1	25,7
Alumini	73	33,8	4,0	1,9
Piles i acumuladors elèctrics	66	47,2	81,1	2,5
Olis i greixos	66	32,3	0,9	2,4
Motors, generadors i transformadors elèctrics	53	29,2	43,5	8,7
Electrodomèstics	52	39,5	65,2	1,7
Maquinària per a les indústries extractives i de la construcció	50	25,9	26,8	8,3
Equipaments elèctrics i electrònics per a vehicles de motor	42	32,3	7,6	4,0
Metalls preciosos	42	44,4	0,6	9,0
Calçat	38	57,0	34,7	0,7
Seients i les seves parts; parts de mobles	36	27,4	63,8	1,1
Processament i conservació de peixos, crustacis i mol·luscos	36	35,8	8,0	3,3
Productes electrònics de consum	36	52,0	70,0	2,2
Eines	34	27,4	44,1	7,9
Pneumàtics i càmeres de cautxú	34	27,8	30,8	2,8
Fertilitzants i compostos nitrogenats	31	26,7	3,7	5,8
Llums i aparells elèctrics d'il·luminació	30	32,8	70,9	2,7

Nota: Grups de productes a 4 dígitos de la classificació PRODCOM amb un valor mínim d'oferta total de 10.000 milions d'euros i dependència importadora mínima del 25%; exclosos els grups que fan referència a conjunts de productes sense una descripció específica (per exemple «Altres»...).

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

El somni competitiu de Draghi no s'assolirà sense esforç

El full de ruta de la Comissió Europea per relançar la competitivitat del nostre mercat únic és un projecte ambiciós i va en la bona direcció per afrontar els reptes econòmics estructurals i geoestratègics.⁹ No obstant això, assolir els seus objectius requerirà un compromís coordinat dels Estats membres, que ha d'anar més enllà de la comunitat que sorgeix en situacions extremes, com les que han posat la UE al caire del precipici en diverses ocasions en els 20 últims anys (la més recent, el que sembla el final del paraigua de seguretat atlàntic). Reflex del compromís que es necessita, cal recordar que el salt competitiu d'ample espectre que ha fet la Xina respon a una estratègia de llarg recorregut per millorar la capacitat adquisitiva dels seus ciutadans. Per poder caminar en aquesta mateixa direcció, cal assolir un consens que permeti revitalitzar la inversió europea¹⁰ i neutralitzar l'actual escassetat de mà d'obra amb les capacitats i els coneixements necessaris per impulsar sectors clau de l'economia.¹¹

David Martínez Turégano

9. Vegeu el Focus [«Acceleració en el canvi de les prioritats polítiques de la UE»](#), a l'IM04/2025.

10. Vegeu el Focus [«Radiografia de l'atonía inversora a la UE»](#), a l'IM05/2025.

11. Vegeu el Focus [«Un mercat laboral europeu en transformació: el paper de la immigració i dels nous llocs de treball»](#), a l'IM06/2025.

El difícil adeu de la UE a l'energia russa

El passat 6 de maig, la UE va presentar el seu [full de ruta](#),¹ que ha anat acompanyat d'una [proposta legislativa](#)² presentada el 17 de juny per posar fi a la dependència energètica de Rússia de petroli, de gas i d'energia nuclear (les importacions de carbó rus ja han estat eliminades mitjançant sancions). Des de l'esclat del conflicte bèl·lic al febrer del 2022, mitjançant sancions i cerques de socis més fiables, les importacions d'energia russa s'han reduït de forma notable, tot i que continuen representant una part important de la matriu energètica europea. El camí cap a l'eliminació de les importacions d'energia des de Rússia, tot i que es faci de manera gradual, no serà senzill ni estarà exempt d'obstacles i precisarà d'importants esforços de coordinació per part dels Estats membres (com ja va succeir a l'hora d'eliminar el trànsit de gas rus a través d'Ucraïna, que va finalitzar al desembre del 2024) per construir un sistema energètic sostenible, segur i competitiu.

De l'energia russa a la diversificació

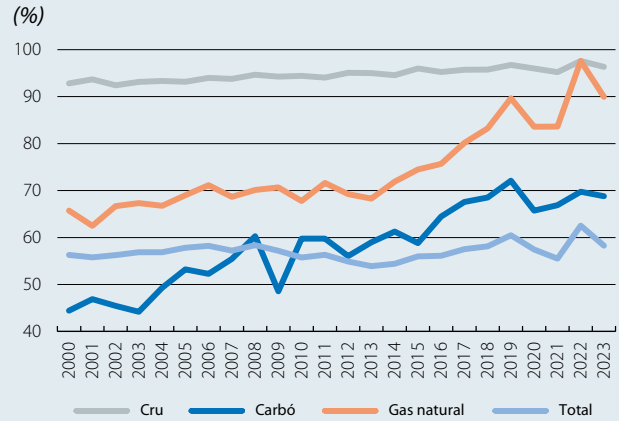
La UE continua sent molt dependent de l'energia importada. El 2023 (última dada disponible), la ràtio de dependència energètica³ es va situar en el 58%, una reducció d'una mica més de 4 punts en relació amb el 2022 i lleugerament per sota del 2019, tot i que encara una mica per damunt de la mitjana del 2000-2019 (quan se situava per sota del 57%).

La invasió russa d'Ucraïna va posar de manifest la necessitat urgent de transformar el *mix* energètic de la UE, una tasca complexa, atès que Rússia, en aquell moment, era el principal proveïdor d'energia de la UE (el 2021, el 30% de les importacions energètiques totals de la UE van provenir de Rússia, i aquest percentatge s'ha reduït fins al 5,3% el 2024).⁴ Per aquest motiu, la Comissió va presentar el pla [REPowerEU](#) al maig del 2022, el qual té com a principal font de finançament el Mecanisme de Recuperació i Resiliència. Els seus objectius són estalviar energia, produir energia neta, diversificar el proveïment energètic de la UE i combinar de manera intel·ligent inversions i reformes.

Tot i que queda camí per recórrer, ja s'han produït avanços en diversos d'aquests fronts. Així, les importacions de petroli rus van passar de representar al voltant del 29% el

1. Els Estats membres han d'elaborar un pla per al final d'enguany en què s'expliqui com contribuïran a la reducció de les importacions d'energia de Rússia.
 2. Inclou, entre altres temes, la prohibició de nous contractes de gas rus a partir del gener del 2026 i la finalització dels contractes a llarg termini abans que acabi el 2027.
 3. La taxa de dependència energètica mostra la proporció d'energia que una economia ha d'importar. Es defineix com les importacions netes d'energia dividides per l'energia bruta disponible, expressada en percentatge.
 4. Es calcula amb l'import en euros de les importacions. Consultant la base de dades d'Eurostat (ds-045409) i tenint en compte els següents productes: 2701, 2709, 2710, 271111, 271121, 284410, 284420 i 840130.

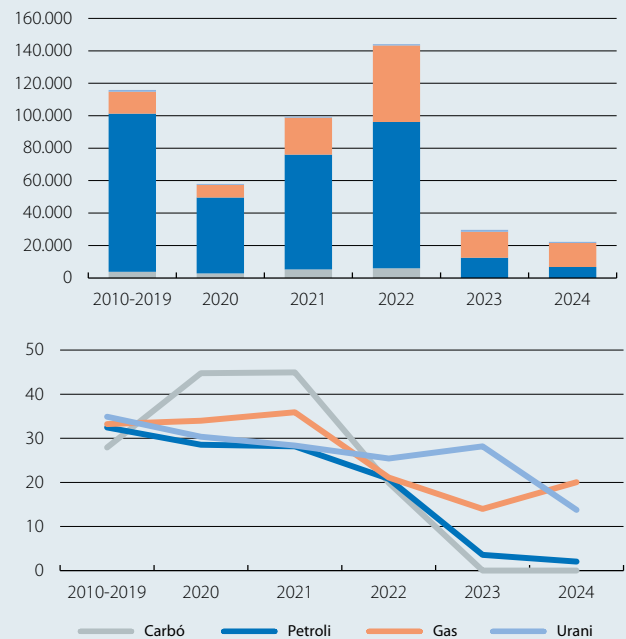
Rússia: dependència energètica de la UE



Nota: La dependència energètica es defineix com les importacions netes d'energia dividides per l'energia bruta disponible.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Rússia: importacions energètiques de la UE

Milions d'euros (a dalt) i % del total (a baix)



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

2021 a tot just el 2,5% el 2024 (vegeu el segon gràfic). Els EUA s'han convertit en el principal proveïdor de petroli per a la UE (el 2021, era el segon proveïdor, per sota de Rússia), seguits de Noruega i del Kazakhstan, que han augmentat de forma notable el seu pes.

Pel que fa al gas natural, el progrés també ha estat substancial, ja que, el 2021, el 45% de les importacions de la UE de gas natural (ja fos per gasoducte o en forma de gas natural líquid [GNL]) procedien de Rússia i s'han reduït fins al 19% el 2024. Rússia s'ha mantingut com el segon proveïdor de GNL, però a força distància dels EUA.

La reducció s'explica, principalment, per l'augment de les importacions de GNL des de països com els EUA i Noruega (que va ser el principal proveïdor de gas a la UE el 2024, amb el 33% del total, i sobretot en gas per gasoducte, ja que, en GNL, aquesta classificació la van encapçalar els EUA) i també per la reducció del consum de gas al continent (que, el 2024, es va situar una mica per sota del 20% en relació amb el 2021; des del 2022, tots els anys s'han produït reduccions, amb l'excepció del 2024, quan va augmentar l'1% en relació amb el 2023). La UE ha adoptat diferents mesures per assegurar la seva capacitat de continuar important GNL en el futur. Des del 2022, la construcció i l'ampliació de terminals de regasificació ha estat una prioritat (com, per exemple, en el cas d'Alemanya, que no comptava amb terminals de GNL abans del 2022 i on s'han posat en marxa amb molta celeritat diverses terminals flotants de regasificació). A més a més, s'han reforçat les interconnexions gassistes per redistribuir el gas des dels ports cap a l'interior del continent i s'estan signant contractes a llarg termini amb proveïdors clau com els EUA, Qatar i Algèria. També s'ha augmentat la capacitat d'emmagatzematge i s'han establert uns nivells de reserves amb l'objectiu de garantir la seguretat energètica en els mesos de major demanda.

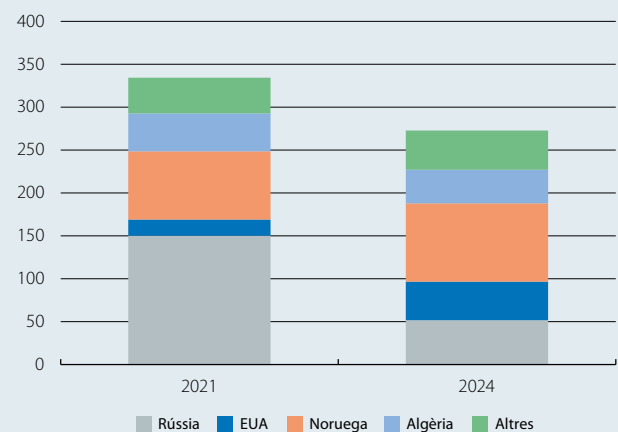
No obstant això, l'evolució de les importacions d'urani rus és l'excepció. La reducció ha estat limitada, ja que, el 2024, continuaven gairebé en el mateix nivell del 2022 (amb prou feines el 2% per sota en valor monetari, tot i que el seu pes sobre el total de les importacions europees s'ha reduït de forma notable, fins al 14% des del 25% del 2022). Té un pes reduït en el total de les importacions energètiques, però és un producte essencial per al funcionament dels reactors nuclears, que generen al voltant del 25% de l'electricitat a la UE. La reducció de les importacions des de Rússia s'ha compensat amb un important augment de les compres d'urani canadenc, que, el 2024, van representar el 31% del total de les importacions d'urani de la UE, en relació amb el 18% que representaven el 2022.

El paper creixent de les energies renovables

Un altre dels pilars del pla [REPowerEU](#) era augmentar la incorporació de fonts renovables en la producció d'energia (amb l'objectiu per al 2030 que les renovables representin el 42,5% del total de l'energia produïda a la UE). El 2023 (última dada disponible), el 24,5% del consum final brut d'energia a la UE va provenir de fonts renovables, i, en el *mix* elèctric europeu, el seu pes no ha deixat de créixer i ha assolit el 47,2% del total de l'electricitat neta generada a la UE el 2024 (vegeu el quart gràfic), tot i que hi ha diferències notables entre països. Les tecnologies més destacades van ser l'energia eòlica i la hidroelèctrica (que van representar més de dos terços de la generació renovable), i la solar també va créixer de manera significativa i es va consolidar com una font clau en la transició energètica del continent.

Gas natural importat per la UE

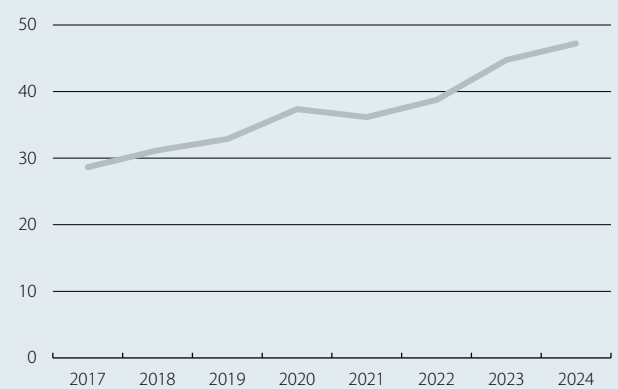
(Milers de milions de metres cúbics)



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

UE: electricitat procedent de fonts renovables

(% del total)



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

La desconexió energètica de Rússia està en marxa, però encara queda feina per fer

La desconexió de Rússia avança, així com el canvi en el model energètic de la UE, i el progrés en tot just tres anys és notable: s'ha reduït de forma dràstica la dependència del petroli i del gas russos, s'ha diversificat l'aprovisionament i s'ha accelerat la transició cap a fonts renovables. No obstant això, encara persisteixen desafiaments importants, com l'elevada dependència de les importacions energètiques en general, la limitada reducció en el cas de l'urani rus o la necessitat de reforçar les infraestructures d'interconnexió i d'emmagatzematge. En aquest context, la Brúixola de la Competitivitat marca un full de ruta clar: avançar cap a un sistema energètic més net, més resilient i més assequible serà clau no solament per a la seguretat energètica, sinó també per a la competitivitat industrial i per a la sostenibilitat econòmica de la UE a llarg termini. No obstant això, la UE parteix amb desavantatges competitius en la cadena de valor de les tecnologies netes, des de l'accés a primeres matèries crítiques fins a la fabricació de bateries i de panells solars, on depèn en gran part de tercers països.

Mària Romero Meléndez

L'Índia vs. la Xina: una perspectiva de creixement

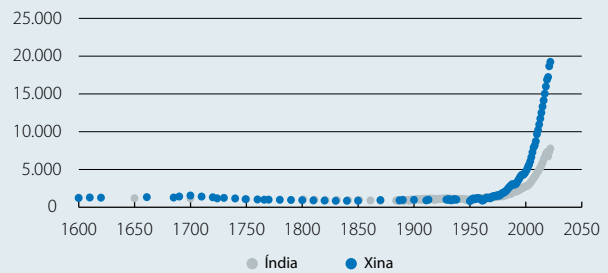
L'ascensió de l'Índia i de la Xina com a potències econòmiques ha estat un dels canvis més profunds en l'economia global de les últimes dècades, ja que ha alterat un panorama dominat fins llavors per economies avançades. En un article anterior,¹ es va explorar el paper que podria exercir l'Índia al tauler econòmic global i es va destacar el seu ràpid progrés i les bones perspectives de creixement a mitjà termini. No obstant això, l'Índia es troba en una fase de desenvolupament diferent de la de la Xina. Per entendre les diferències en el seu desenvolupament, adoptarem una perspectiva de creixement a llarg termini, amb l'objectiu d'identificar els factors que han impulsat l'economia índia i les causes últimes de la seva divergència amb la Xina.

La roda del dharma i els seus eixos de direcció: capital, treball i productivitat

Fins als anys setanta, l'Índia i la Xina compartien nivells d'ingressos similars. Malgrat trajectòries històriques molt diferents, el PIB *per capita* dels dos països rondava els 1.400 dòlars (a preus constants del 2011), lluny d'altres economies com el Japó (15.000), Corea del Sud, Filipines o Tailàndia (3.000). A partir dels anys vuitanta, les seves trajectòries de creixement es van separar de manera clara, la qual cosa ha estat objecte d'una àmplia discussió.

Els dos països comparteixen característiques, com una geografia vasta, una població gran i un creixement econòmic accelerat en les últimes dècades (el PIB de la Xina es va multiplicar per 10 en 40 anys, el de l'Índia, per 5). No obstant això, els models de creixement han estat diferents. La Xina ha destacat pel desenvolupament del sector manufacturer,

Índia i Xina: PIB real per capita
(Dòlars internacionals del 2011)



Nota: S'utilitzen preus internacionals constants del 2011, la qual cosa ajusta el nivell de PIB per la inflació i per les diferències en el cost de vida entre països. Per a les dades de l'Índia, les fonts primàries són Broadberry, S.N., Custodis, J. i Gupta, B. (2015), «India and the great divergence: an Anglo-Indian comparison of GDP per capita, 1600–1871», *Explorations in Economic History*, 55, 58–75, i, per a la Xina, Xu, Y. Z. et al. (2016), «Chinese National Income, ca. 1661–1933», *Australian Economic History Review*, 57(3), 368–393, i Wu, H. X. (2014), «China's growth and productivity performance debate revisited – Accounting for China's sources of growth with a new data set», *The Conference Board Economics Program Working Paper Series*, EWP#14-01.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Maddison Project Database (MPD).

impulsat per l'obertura comercial i per l'atracció d'inversió estrangera directa (IED), fenomen conegut com xoc de la Xina per a l'economia global.² L'Índia, en canvi, ha basat el creixement en l'expansió del sector serveis. La descomposició del creixement per factors productius, l'anomenada comptabilitat del creixement, revela les fonts del costat de l'oferta que han influït en aquesta trajectòria.

La primera taula presenta la composició del creixement del PIB de l'Índia, de la Xina i d'un conjunt d'economies asiàtiques emergents, entre el 1970 i el 2024, i mostra la contribució del treball, del capital i de la productivitat total dels fac-

Fonts de creixement: Índia, Xina i Àsia emergent, 1970–2024

Mitjana anual (%) i contribucions dels factors (p. p.)

	1970-2024			1970-1989			1990-1999			2000-2014			2015-2024		
	Índia	Xina	Àsia emergent	Índia	Xina	Àsia emergent	Índia	Xina	Àsia emergent	Índia	Xina	Àsia emergent	Índia	Xina	Àsia emergent
Creixement del PIB	5,5	8,2	4,9	4,2	8,1	5,2	5,6	9,5	4,8	6,8	9,3	5,1	5,7	5,5	4,0
Treball (quantitat)	0,9	0,8	1,0	1,3	1,7	1,4	0,9	0,8	1,0	0,5	0,3	0,7	0,4	-0,3	0,6
Treball (qualitat)	0,7	0,3	0,2	1,1	0,3	0,2	0,6	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Capital (TIC)	0,5	0,4	0,5	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,7	0,9	0,8	0,5	0,4	0,7	0,2
Capital (no TIC)	2,7	4,9	3,2	2,0	4,0	3,6	2,5	5,3	3,1	3,7	6,5	2,9	3,0	4,1	3,1
PTF	0,7	1,8	-0,1	-0,2	2,2	-0,4	0,8	3,0	-0,4	1,3	1,3	0,7	1,6	0,8	-0,1
Producció per treballador	4,6	7,4	3,9	2,9	6,5	3,8	4,7	8,7	3,8	6,3	9,0	4,4	5,2	5,8	3,4

Notes: Altres economies asiàtiques emergents inclouen Bangladesh, Cambodja, Indonèsia, Malàisia, Myanmar, Pakistan, Filipines, Sri Lanka, Tailàndia i Vietnam. La contribució del capital al creixement mesura el creixement de l'oferta de capital, ja sigui en edificis, en maquinària o en software. El capital TIC fa referència als actius de tecnologia, d'informació i de comunicació. La contribució del treball mesura el creixement de l'oferta de treballadors (quantitat) i l'augment de les seves qualificacions (qualitat). La productivitat total dels factors (PTF) fa referència a l'eficiència amb què s'utilitzen el capital i el treball en el procés de producció.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de The Conference Board.

1. Vegeu el Focus «L'Índia: la roda del dharma en el camí del desenvolupament», a l'IM05/2025.
2. Vegeu, per exemple, Autor, D., Dorn, D. i Hanson, G. (2016), «The China shock: Learning from labor-market adjustment to large changes in trade», *Annual Review of Economics*, 8(1), 205-240.

tors (PTF).³ També s'analitza, per separat, el creixement de la producció per treballador. L'experiència de la Xina destaca pel seu creixement sostingut al llarg de tot el període. Malgrat que les contribucions (absolutes) del creixement de la força laboral han estat similars, el creixement del producte per treballador a la Xina va ser gairebé el doble que el de l'Índia fins als anys 2010.

Entre les fonts de creixement, s'observen dues fases diferents. Durant els anys vuitanta i noranta, la Xina va experimentar un fort creixement de la productivitat, acompanyat d'una elevada inversió en capital. En canvi, l'Índia va mostrar una menor contribució del capital, fins i tot en comparació amb altres economies asiàtiques emergents, i un creixement de la productivitat inferior a l'1%. A partir dels anys 2000, la Xina va veure un alentiment en el creixement de la productivitat, tot i que la inversió en capital es va mantenir elevada i va explicar entre el 75% i el 90% del seu creixement en l'últim quart de segle. A l'Índia, en canvi, es va produir una acceleració tant de la productivitat com de la contribució del capital.

L'economia índia en perspectiva

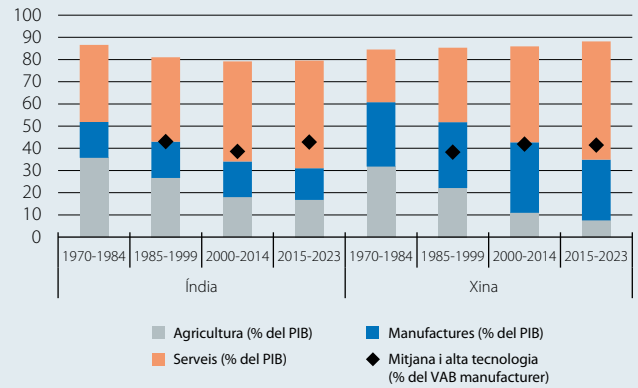
Les diferències en les contribucions dels factors productius reflecteixen transformacions estructurals i reformes implementades als dos països. En el cas de l'Índia, el treball ha tingut una major contribució relativa, tant en quantitat com en qualitat. Pel que fa a la quantitat, s'explica per les tendències demogràfiques i pel descens gradual de la taxa de participació laboral xinesa. D'altra banda, tot i que la informalitat ha anat caient en les últimes dècades, continua sent molt elevada a l'Índia. El país presenta un dels majors índexs d'informalitat en l'ocupació de la regió (pròxim al 80%) i una elevada disparitat en la productivitat laboral entre els sectors formal i informal.⁴ A més a més, la participació laboral femenina continua sent baixa (al voltant del 30% vs. el 60% a la Xina), i una part important de la força laboral es troba encara en sectors de baixa productivitat, com l'agricultura i la construcció. Pel que fa a la qualitat, cal destacar el gran progrés de

3. A l'Índia, aquest període es pot dividir entre el període prereforma (abans del 1991), quan es depenia, principalment, de l'eix soviètic, i el període postreforma, amb la introducció de les reformes de liberalització econòmica després de la crisi canviària del 1991. L'arribada al poder de l'actual líder, Narendra Modi, el 2014, ha reforçat l'impuls reformista. A la Xina, aquest període es veu marcat pel final de la Revolució Cultural (en els anys 70) i per les reformes de Deng Xiaoping (a partir dels anys 80), per l'entrada a l'OMC (el 2001) i per l'arribada al poder de Xi Jinping (el 2013).

4. Vegeu, per exemple, Ohnsorge, F. i Yu, Shu (2022), «The Long Shadow of Informality: Challenges and Policies», Banc Mundial. La informalitat generalitzada està associada a una àmplia gamma d'obstacles al desenvolupament. A més d'una productivitat laboral més baixa, es reporta també un menor accés al finançament al sector privat, una acumulació més lenta de capital físic i humà, menys recursos fiscals, taxes de pobresa més elevades i una major desigualtat dels ingressos. Les empreses informals són, de mitjana, menys productives, ocupen treballadors amb qualificacions més baixes, tenen un accés més limitat al finançament i estan mancades d'economies d'escala.

Índia i Xina: composició sectorial

Valor afegit brut (VAB) de cada sector (%)



Notes: Per a la Xina, les dades del sector manufacturer per al 1970-1999 són estimacions, a partir de la composició sectorial dels sectors d'agricultura i de serveis de cada any, i l'històric del VAB total en la suma dels tres sectors. Es consideren manufactures de mitjana i d'alta tecnologia els sectors ISIC (International Standard Industrial Classification of All Economic Activities) 24, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35 (sense el 351), la qual cosa inclou el sector químic, la maquinària, els equips elèctrics, electrònics i de precisió, i els equips de transport, segons la classificació del Banc Mundial. Aquesta desagregació no inclou sectors com les utilitats, la construcció o la mineria.

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

l'Índia en matèria d'educació en les últimes dècades. Per exemple, la taxa d'alfabetització de la població adulta ha pujat del 50% dels anys noranta a més del 75% en l'actualitat (i arriba gairebé al 100% entre els joves), mentre que la taxa de finalització de l'educació secundària inferior ha arribat gairebé al 90% entre el grup d'edat rellevant (en relació amb el 60% al començament dels anys 2000).⁵

Quant al capital, la seva contribució ha augmentat de forma sostinguda des dels anys noranta i s'ha convertit en el principal motor de creixement. Aquest impuls és degut a les reformes de liberalització econòmica iniciades en aquesta dècada, que van estimular la inversió domèstica i estrangera i van promoure el desenvolupament de serveis intensius en capital. També s'ha observat un augment progressiu de la inversió pública, finançada per uns ingressos fiscals més elevats.

L'acceleració de la productivitat a l'Índia està vinculada a les reformes estructurals que han millorat l'assignació de recursos cap a sectors amb més valor afegit. Les millores institucionals (com el reforç de l'autonomia del banc central de l'Índia) han contribuït a un llarg període d'estabilitat política i econòmica, mentre que el desenvolupament de la infraestructura digital ha impulsat la innovació i la inclusió financera.

Malgrat els avanços, l'Índia encara importants desafiaments. La seva convergència amb economies de majors ingressos dependrà de la seva capacitat per mantenir el procés de transformació estructural. Això implica reassignar treball cap a sectors més productius i avançar cap a la

5. En comparació, la taxa d'alfabetització de la Xina entre la població adulta ja havia arribat al 90% al començament dels anys 2000, i la taxa de finalització de l'educació secundària inferior és del 100% des del final dels anys 2000.

frontera tecnològica, en especial en manufactures. La inversió en educació, les reformes del mercat laboral i les millores institucionals contínues seran fonamentals per sostenir el creixement a llarg termini. Tot i que la contribució del capital ha augmentat, l'Índia encara té recorregut per potenciar-la, per exemple, amb l'eliminació de barreres a la inversió estrangera directa i al comerç internacional, que podrien proporcionar un impuls addicional a l'economia índia i donar suport al creixement del segon gegant asiàtic, que aspira a ser el primer.

Luís Pinheiro de Matos i Antonio Marta Miranda

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

ESTATS UNITS

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Activitat									
PIB real	2,9	2,8	3,0	2,7	2,5	2,0	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	5,2	3,4	3,3	3,6	4,1	4,8	5,3	4,6	...
Confiança del consumidor (valor)	105,4	104,5	98,9	102,2	110,6	99,8	85,7	98,4	93,0
Producció industrial	0,2	–0,3	0,0	–0,4	–0,3	1,3	1,4	0,6	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,5	47,3	48,2	50,1	48,7	48,5	49,0
Habitatges iniciats (milers)	1.421	1.371	1.343	1.338	1.387	1.401	1.392	1.256	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	312	330	329	332	336	340	339	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,2	4,1
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,3	60,1	60,1	60,0	59,9	60,0	60,0	59,7	59,7
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–2,8	–2,8	–2,9	–3,0	–3,5	–3,7	–3,7	...
Preus									
Inflació general	4,1	3,0	3,2	2,6	2,7	2,7	2,3	2,4	...
Inflació nucli	4,8	3,4	3,4	3,2	3,3	3,1	2,8	2,8	...

JAPÓ

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Activitat									
PIB real	1,4	0,2	–0,6	0,8	1,3	1,7	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	35,1	37,2	37,2	36,9	36,1	34,7	31,2	32,8	34,5
Producció industrial	–1,4	–3,0	–3,5	–1,8	–2,5	2,5	0,5	–0,1	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	13,0	13,0	14,0	12,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–1,1	–1,0	–0,9	–0,8	–0,7	...
Preus									
Inflació general	3,3	2,7	2,7	2,8	2,9	3,8	3,5	3,4	...
Inflació subjacent	3,9	2,4	2,2	2,0	2,3	2,7	3,0	3,2	...

XINA

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Activitat									
PIB real	5,4	5,0	4,7	4,6	5,4	5,4	–	–	–
Vendes al detall	7,8	3,3	2,6	2,7	3,8	3,6	5,1	6,4	...
Producció industrial	4,6	5,6	5,9	5,0	5,6	6,8	6,1	5,8	...
PMI manufactures (oficial)	49,9	49,8	49,8	49,4	50,2	49,9	49,0	49,5	49,7
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	865	995	864	897	995	1.085	1.109	1.130	...
Exportacions	–5,1	4,6	4,4	5,4	10,0	5,7	7,9	4,5	...
Importacions	–5,5	1,1	2,5	2,2	–1,7	–7,0	–0,3	–3,4	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,2	0,3	0,5	0,2	–0,1	–0,1	–0,1	...
Tipus d'interès de referència ³	3,5	3,1	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0
Renminbi per dòlar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,2	7,2

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

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

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Vendes al detall (variació interanual)	-1,9	1,2	0,3	2,1	2,1	1,9	2,7	1,8	...
Producció industrial (variació interanual)	-1,6	-3,0	-3,9	-1,8	-1,5	1,4	0,8	...	...
Confiança del consumidor	-17,4	-14,0	-14,2	-13,0	-13,4	-14,1	-16,6	-15,1	-15,3
Sentiment econòmic	96,2	95,7	95,9	96,1	95,2	95,5	93,8	94,8	94,0
PMI manufactures	45,0	45,9	46,1	46,4	46,3	46,3	49,0	49,4	49,5
PMI serveis	51,2	51,5	51,7	52,7	53,1	52,6	50,1	49,7	50,5
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,4	1,2	1,0	1,0	0,8	0,7	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,4	6,3	6,2	6,3	6,2	6,3	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,1	3,4	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	...
França (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,4	7,3	7,4	7,1	7,1	...
Itàlia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,7	6,3	6,2	6,3	6,1	6,5	...
PIB real (variació interanual)	0,6	0,8	0,6	0,9	1,2	1,5	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-	-	-
França (variació interanual)	1,6	1,1	1,0	1,1	0,6	0,6	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	0,8	0,5	0,7	0,6	0,6	0,7	-	-	-

Preus

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
General	5,5	2,4	2,5	2,2	2,2	2,3	2,2	1,9	2,0
Nucli	5,0	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,8	2,3	2,3

Sector exterior

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Saldo corrent	2,0	3,3	3,2	3,4	3,3	3,0	3,9	...	...
Alemanya	5,6	5,7	6,5	6,3	5,7	5,4	7,2	...	...
França	-1,0	0,4	-0,4	0,0	0,4	0,1	-0,1	...	...
Itàlia	0,1	1,1	0,9	0,9	1,1	1,1	1,4	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,7	95,0	95,1	95,6	94,2	93,5	96,9	96,2	97,2

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	2,7	0,8	0,4	1,0	1,4	2,2	2,6	2,5	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	1,7	0,5	0,3	0,5	0,9	1,5	1,9	2,0	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	4,9	4,4	3,9	3,5	...	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,7	4,3	4,0	3,8	...	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	-8,5	-3,9	-5,5	-2,5	1,2	3,6	5,2	5,6	...
Altres dipòsits a curt termini	21,1	12,3	14,3	10,5	5,9	2,3	0,6	-0,1	...
Instrumentos negociables	20,3	20,3	19,8	22,1	18,6	15,5	10,7	11,2	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	2,7	3,0	3,1	3,0	2,6	2,2	2,0	...	...

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

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

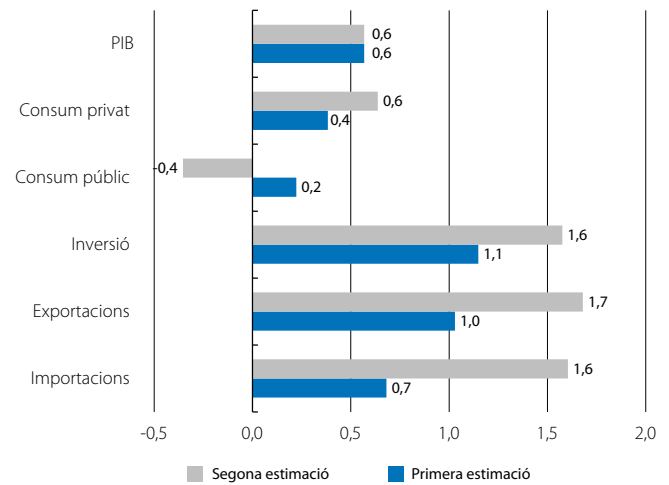
L'economia espanyola avança amb pas ferm en un context d'incertesa

L'economia espanyola continua evolucionant de forma positiva malgrat un context d'incertesa elevada. Tot i les tensions comercials derivades de la política aranzelària dels EUA i del conflicte geopolític entre Israel i l'Iran, els indicadors d'activitat econòmica han mostrat un dinamisme significatiu, la qual cosa apunta a un 2T amb un funcionament sòlid. A més a més, la revisió de la dada del PIB del 1T no va canviar el bon resultat agregat (el 0,6% intertrimestral), però sí que va comportar revisions significatives en els components que van reflectir una composició robusta del creixement en estar sostingut pel consum privat (creixement del 0,6% intertrimestral), per la inversió (l'1,6% intertrimestral) i pel sector exterior, amb les exportacions creixent l'1,6% intertrimestral (ritme molt similar al de les importacions), impulsades pel bon funcionament dels serveis no turístics.

Destaca la solidesa de la demanda interna, tot i que persisteixen els focus d'incertesa. De cara als propers trimestres, esperem un pes preponderant de la demanda interna en el creixement econòmic, impulsada per la senda descendent dels tipus d'interès, per una certa recuperació del poder adquisitiu, per la tracció dels fons europeus Next Generation i per la fortalesa del mercat laboral, gràcies al creixement demogràfic. En aquest escenari, els dos principals focus d'incertesa són les tensions comercials vinculades als aranzels i l'evolució del conflicte entre Israel i l'Iran. Tot i que el nostre escenari actual, que preveu un creixement del PIB del 2,4% el 2025, ja incorpora una certa dosi d'incertesa, vinculada a les tensions comercials, aquesta pot acabar tenint un major impacte en funció de com evolucionin en els propers mesos aquests dos focus d'incertesa. Pel que fa a l'agreujament del conflicte entre Israel i l'Iran, la incertesa és elevada, però, a l'hora de tancar aquest informe, tot apunta a una desescalada gradual del conflicte. La probabilitat d'un tancament de l'estret d'Ormuz s'ha reduït, la qual cosa ha contribuït a una certa correcció del preu del petroli, un fet gens fútil per a la nostra economia: Espanya ha d'importar gairebé tot el petroli que consumeix. En conseqüència, un petroli barat és un factor clarament positiu per a l'economia espanyola.

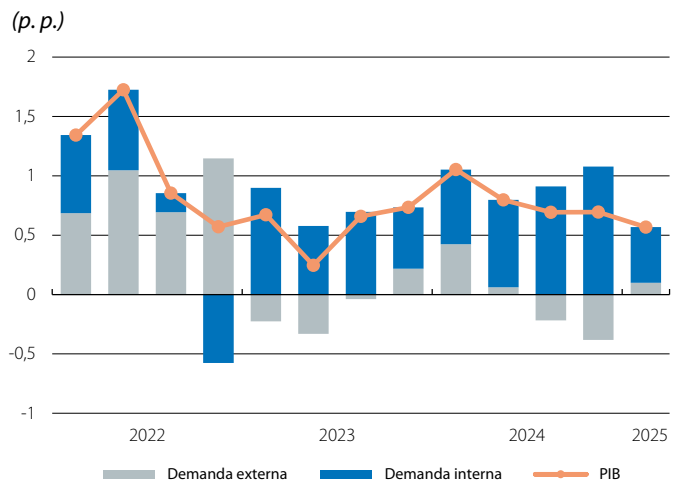
Les bones dades d'activitat del 2T, amb un mercat laboral pujant, apunten a un altre trimestre molt dinàmic. Els indicadors relacionats amb l'ocupació i amb el consum han estat positius en el 2T. El creixement de l'ocupació, mesurada pel nombre de treballadors afiliats a la Seguretat Social, va mantenir un ritme robust i va augmentar en el 2T el 0,6% intertrimestral (corregit per l'estacionalitat), el mateix ritme que en el trimestre anterior. A més a més, la xifra total d'afiliats va pujar a 21.861.095 treballadors, nova xifra rècord i 468.206 més que un any enrere. D'altra banda, l'indicador de consum domèstic

Espanya: PIB i components Variació intertrimestral en el 1T 2025 (%)



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

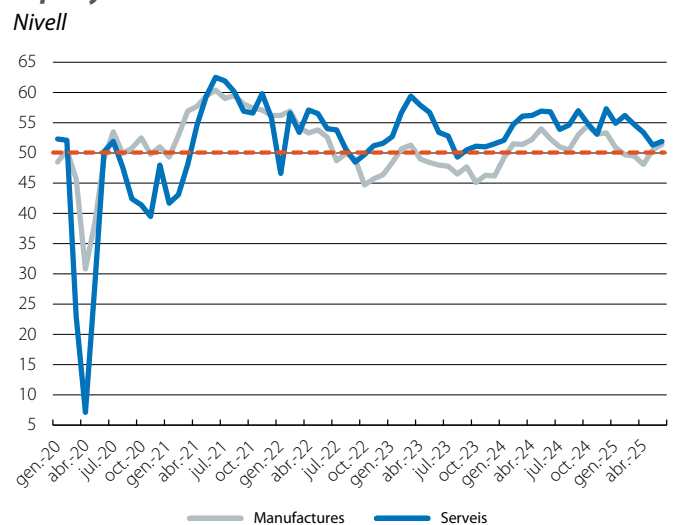
Espanya: contribució al creixement trimestral del PIB *



Nota: * En el 1T 2025.

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

Espanya: PMI



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

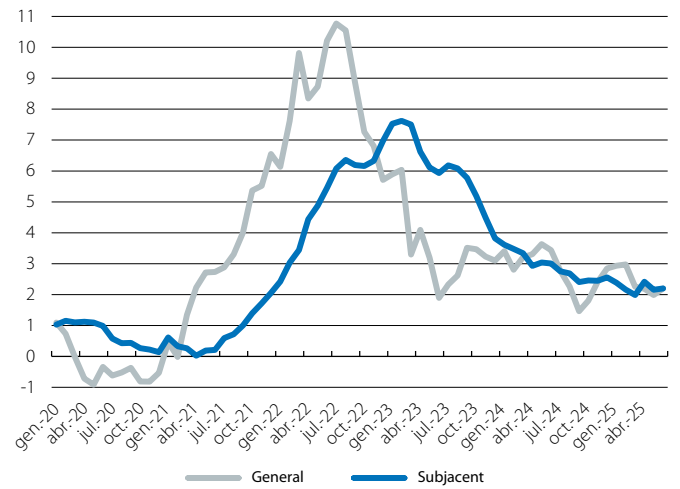
del [Monitor de CaixaBank Research](#) ha mostrat, en el 2T, ritmes interanuals de creixement superiors als del 1T. Pel que fa als índexs de sentiment empresarial, el juny va ser un bon mes: el PMI de manufactures es va tornar a situar per segon mes consecutiu en zona expansiva (per damunt dels 50 punts), en concret en els 51,4 punts, per damunt dels 50,5 punts del maig. Per la seva banda, el PMI dels serveis es va situar, al juny, en els 51,9 punts, una mica per damunt dels 51,3 punts del maig. Considerant el conjunt de dades disponibles, el creixement intertrimestral del PIB es podria situar al voltant del 0,5% en el 2T. La primera estimació de la dada de PIB del 2T es publicarà el 29 del juliol, després del tancament d'aquesta edició.

Lleuger repunt de la inflació a Espanya, propiciat per l'augment del preu dels carburants. La inflació general va pujar 2 dècimes al juny, fins al 2,2%. Aquest augment va respondre, principalment, a la pujada en el preu dels carburants observada després de l'agreujament del conflicte entre l'Iran i Israel –pujada que s'ha moderat després de la signatura d'una treva– i, en menor mesura, dels aliments i de les begudes no alcohòliques. D'aquesta manera, la inflació general torna a repuntar després de tres mesos de baixades, tot i que la subjacent s'ha mantingut estable en el 2,2%. S'albiren alguns riscos a l'alça sobre la previsió del 2,4% per al 2025, per aquesta pujada del preu dels combustibles i per una senda més alcista del que s'esperava per als aliments, en especial dels no elaborats.

El dinamisme de la renda bruta disponible de les llars té continuïtat en el tram inicial del 2025, tot i que es desaccelera, mentre que la taxa d'estalvi flexiona lleugerament a la baixa arran del major dinamisme del consum. La renda bruta disponible nominal de les llars va créixer el 5,1% interanual en el 1T, un ritme notable gràcies, en gran part, a la solidesa del mercat laboral, però més suau que el 2024 (el 8,7% en el conjunt del 2024). Aquest avanç va ser inferior al de la despesa en consum final de les famílies (el 7,1% interanual), la qual cosa va comportar una reducció de 6 dècimes de la taxa d'estalvi (dada estanca i desestacionalitzada), que es va situar en el 12,8% de la renda bruta disponible.

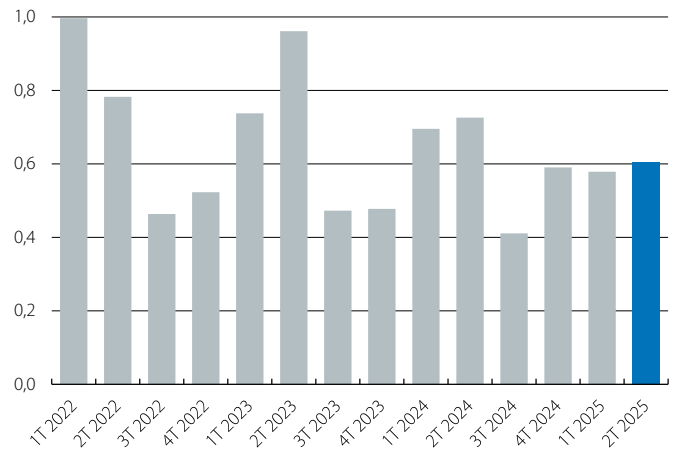
Es consolida la senda alcista al mercat immobiliari. Entre el gener i l'abril, es van registrar 237.458 operacions de compra-venta d'habitatges, la qual cosa representa un creixement del 15,9% interanual i el millor començament d'any des del 2007. Aquesta fortalesa de la demanda es fa sentir en una pressió creixent sobre els preus. Així, el valor taxat de l'habitatge publicat pel Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana va augmentar el 9,0% interanual en el 1T 2025 i es va accelerar des del 7,0% registrat al final del 2024. A nivell autonòmic, s'observa una elevada heterogeneïtat. Andalusia va ser l'única regió que va registrar una correcció en els preus (el -0,5% interanual), mentre que les majors revaloracions es van produir a Galícia, a la Comunitat Valenciana i a Castella-la Manxa (increments en el rang de l'11%-14% interanual).

Espanya: IPC
Variació interanual (%)



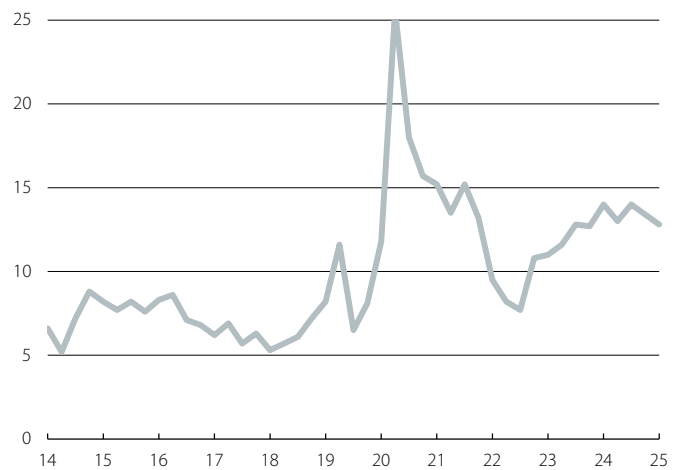
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

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



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

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



Nota: Dades trimestrals estanques amb sèrie corregida per efectes d'estacionalitat i de calendari.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

El patró recent de creixement de l'ocupació a Espanya ha afavorit l'avanç de la productivitat?

Canvis recents en el patró de creixement de l'ocupació

Des del final de la pandèmia, l'economia espanyola ha experimentat un fort creixement de l'ocupació. En termes d'afiliats a la Seguretat Social i amb dades corregides per estacionalitat, a l'abril del 2025, l'afiliació es va situar el 12,8% per damunt del nivell del desembre del 2019, la qual cosa equival a un creixement mitjà anual del 2,3%.

Al primer gràfic, mostrem la contribució al creixement de l'afiliació a la Seguretat Social de cada sector en dos períodes. Entre el 2013 i el 2019, a l'eix vertical i, entre el 2019 i l'abril del 2025, a l'eix horitzontal. Les contribucions estan expressades com a percentatge en relació amb el creixement acumulat total.

Tal com es pot veure, després de la pandèmia, Espanya ha estat creant relativament més llocs de treball en serveis públics (educació i sanitat) i en sectors tecnològics i de serveis professionals, en contrast amb el cicle anterior, on van tenir més pes el comerç, la indústria manufacturera i altres serveis empresarials tradicionals (activitats administratives).

Aquest canvi en l'estructura del creixement de l'ocupació planteja una pregunta clau: aquest nou patró és més favorable per a l'avanç de la productivitat? Segons les nostres anàlisis, la resposta és afirmativa, tot i que amb matisos.

Mesura de la productivitat i efecte composició

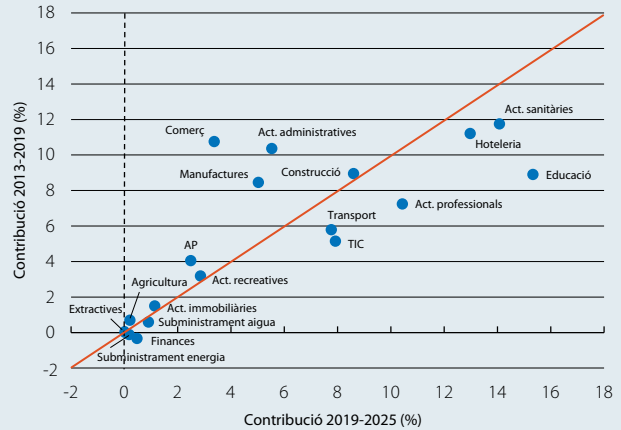
Mesurem la productivitat laboral com el valor afegit brut (VAB) real generat per hora treballada, l'anomenada productivitat aparent del treball.¹ Aquesta mètrica presenta algunes problemàtiques. Per exemple, els sectors intensius en capital tendiran a aparèixer com més productius que els intensius en ocupació. No obstant això, té l'avantatge que es pot calcular directament a partir de les dades de la comptabilitat nacional, de manera que no cal estimar-la.²

1. Per a una anàlisi més precisa, hem exclòs dels càlculs el sector d'activitats immobiliàries, ja que el seu VAB està distorsionat pels lloguers imputats, el valor teòric del lloguer que s'assigna als habitatges ocupats pels seus amos. Atès que aquest és un sector petit (aproximadament l'1% de les hores treballades) i que només disposem de dades corregides per aquest efecte fins al 2022, la seva exclusió ens permet centrar-nos en la tendència subjacent de la productivitat sense perdre informació recent.

2. Això contrasta amb la que seria la mesura més acurada de la productivitat, l'anomenada productivitat total dels factors (PTF). Aquesta mesura és la part del creixement del PIB que no s'explica per l'acumulació dels factors de producció, ja sigui treball, capital, capital humà o altres. No obstant això, la PTF cal estimar-la, i hi ha molta incertesa al voltant d'aquestes estimacions.

Espanya: afiliació a la Seguretat Social per sector

Contribució relativa (en % del creixement total)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Seguretat Social.

Comparem l'evolució de la productivitat aparent en tres períodes:

- Expansió 1T 2000-4T 2007: la productivitat per hora amb prou feines va augmentar el 0,7% en total, només el 0,1% anual de mitjana.
- Recuperació 4T 2013-4T 2019: la productivitat va créixer el 3,8% en total, prop del 0,6% anual de mitjana.
- Període recent 4T 2019-1T 2025: la productivitat va acumular un avanç del 2,5%, equivalent al 0,5% anual.

A primera vista, el ritme de creixement de la productivitat en el cicle actual és similar al del període 2013-2019. No obstant això, per entendre millor la relació entre ocupació i productivitat, hem d'analitzar d'on prové aquest creixement de la productivitat. Per fer-ho, descomponem el seu augment en dos components.

- Marge intensiu: augment de la productivitat dins cada sector, mantenint constant l'estructura sectorial de l'ocupació. Reflecteix les millores d'eficiència, de tecnologia o de capital humà a les empreses de cada branca d'activitat.
- Efecte composició: augment de la productivitat a causa de canvis en el pes relatiu de cada sector en l'ocupació total, mantenint constant la productivitat de cada sector. Reflecteix l'impacte de la reubicació de treballadors entre sectors més o menys productius.

En aquest article, ens centrem en l'efecte composició. El segon gràfic mostra la seva magnitud en els diferents períodes considerats. El gràfic revela diversos punts importants. En primer lloc, l'efecte composició ha estat negatiu en els tres períodes analitzats. En tots els cicles

expansius recents, el canvi de l'estructura de l'ocupació ha restat una mica de creixement a la productivitat.

En segon lloc, la penalització per canvi de composició va ser especialment intensa entre el 2000 i el 2007. En canvi, en els dos cicles posteriors, 2013-2019 i 2019-2025, l'efecte composició negatiu ha estat molt menor i gairebé d'igual magnitud en els dos casos. Això implica que el patró de creació d'ocupació recent ha estat «similar» al del cicle anterior, en el sentit que els canvis sectorials han frenat poc el creixement de la productivitat en comparació amb èpoques passades.

Atesa la importància dels sectors d'educació i de sanitat en el cicle actual, i tenint en compte que, en aquests sectors, la presència de les Administracions públiques (AP) és molt rellevant i que, per tant, moltes vegades no operen amb preus de mercat, també és interessant replicar l'anàlisi focalitzant-nos en els sectors de mercat. Si exclouem de l'anàlisi les branques predominantment públiques, el resultat canvia lleugerament. L'efecte composició del període 2013-2019 empitjora 1 dècima, mentre que el del 2019-2025 millora 1 dècima, de manera que la contribució negativa de l'efecte composició en el període recent passa a ser la meitat que la del període 2013-2019.

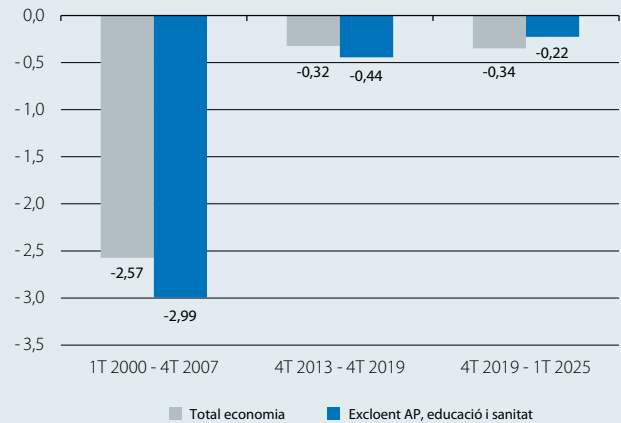
Quins sectors impulsen o frenen la productivitat?

Entendre què explica un efecte composició lleugerament negatiu en l'etapa recent requereix identificar quins sectors han guanyat o han perdut pes en l'ocupació i quin és el seu nivell de productivitat. Per fer-ho, utilitzem un tercer gràfic de bombolles que relaciona, per a cada sector, la seva productivitat laboral a l'eix vertical i el canvi en la seva quota d'ocupació entre el 4T 2019 i el 1T 2025 a l'eix horitzontal. En aquest gràfic, la dimensió de la bombolla mesura la contribució absoluta d'aquest sector a aquest efecte composició, que resulta de multiplicar el canvi de pes per la productivitat del sector. Una bombolla gran indica que el sector ha influït molt per la seva combinació de canvi de dimensió i de nivell de productivitat. La línia vermella horitzontal marca la productivitat mitjana nacional per facilitar les comparacions.

Tres sectors destaquen per tirar del carro en l'etapa recent en incrementar la seva participació en l'ocupació. El sector de les AP, educació i sanitat ha registrat un fort augment de pes en l'ocupació total, però la seva productivitat és, aproximadament, la mateixa que la de la mitjana nacional. El sector TIC ha experimentat un augment notable de la quota en l'ocupació i es caracteritza per una productivitat superior a la mitjana nacional. Aquest sector aporta, així, un efecte composició positiu significatiu, en créixer l'ocupació en què cada hora treballada aporta molt valor afegit. Finalment, el sector de les activitats professionals, científiques i tècniques també va guanyar pes, tot i que va fer-ho amb menys intensitat que els anteriors. No obstant això, i potser en contra de la intuïció, aquest sector té una

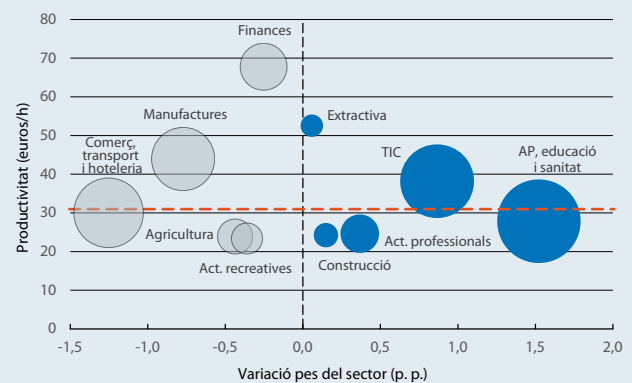
Espanya: efecte composició

Contribució al creixement de la productivitat (p. p.)



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

Espanya: desglossament sectorial de la contribució al creixement de l'ocupació entre el 4T 2019 i el 1T 2025



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

productivitat aparent del treball baixa, possiblement pel fet que es tracta d'un sector poc intensiu en capital, de manera que la seva contribució a aquest efecte composició és limitat.³

Entre els sectors que perden pes en aquest període, en destaquen també tres. El de comerç, transport i hoteleria, que va tenir una forta disminució de pes després de la pandèmia, però amb un nivell de productivitat similar a la mitjana nacional. La indústria manufacturera també ha vist reduïda la seva quota d'ocupació. Atès que la manufactura té una productivitat superior a la mitjana, aquesta pèrdua de pes representa una contribució especialment negativa a la productivitat agregada. Finalment, les activitats financeres, que presenten una elevada productivitat aparent, també han perdut pes en l'ocupació total.

3. Amb dades del 2022, el sector d'activitats professionals, científiques i tècniques té un stock de capital net per hora treballada de 45,7 euros, en relació amb la mitjana nacional de 155 euros, i és el tercer sector per la cua (segons la CNAE a 1 dígit).

Conclusions

L'evidència mostra que el patró sectorial de creació d'ocupació des del 2019 ha estat lleugerament més benigne per a la productivitat que el del cicle 2013-2019 i molt superior al de l'expansió dels 2000. Això no significa que la productivitat estigui creixent ràpidament –els seus avanços continuen sent modestos, al voltant del 0,5% anual de mitjana–, sinó que, almenys, la distribució dels nous llocs de treball no està llastant la productivitat mitjana, com sí que va succeir en el passat.

Si ens centrem en el període més recent, els sectors més dinàmics en termes de creació d'ocupació pertanyen a l'àmbit públic (educació i sanitat), al tecnològic privat (TIC) i al de serveis especialitzats (activitats professionals), i la seva evolució combinada ha aconseguit compensar, en bona part, tot i que no del tot, l'efecte desfavorable de la pèrdua d'ocupació en sectors tradicionalment productius com la indústria i les finances.

Oriol Carreras Baquer

S'exporta tecnologia i complexitat des d'Espanya?

Les tensions geopolítiques i la incertesa de la demanda exterior ens obliguen a reavaluar les fortaleses i les febleses de les exportacions en l'economia espanyola. Per fer-ho, és essencial analitzar què exportem, fins a quin punt està diversificada la nostra oferta i la seva competitivitat. Per millorar la nostra comprensió, en aquest article, analitzarem la complexitat dels productes exportats i la seva intensitat tecnològica, dues variables clau per avaluar el grau de competitivitat de les nostres exportacions.

Una eina útil per avaluar la capacitat de resistència de les nostres exportacions davant els xocs externs és la complexitat econòmica. La complexitat econòmica és un indicador que mesura la diversitat i la sofisticació del que produeix i exporta un país. Un país amb un índex de complexitat econòmica (ICE) alt sol fabricar molts productes diferents, en especial béns que pocs altres països poden produir, i indica una economia amb un alt nivell de coneixement. En canvi, un ICE baix significa que el país exporta pocs productes i generalment de tipus comú (que molts països també produeixen) i reflecteix menys diversitat i sofisticació en el seu aparell productiu. Una major complexitat exportadora s'associa a millors perspectives de creixement i a una major resiliència davant les turbulències globals.^{1,2}

Com si es tractés de les dues cares d'una mateixa moneda, també podem definir la complexitat econòmica d'un producte (PCI, per les sigles en anglès) en lloc de la d'un país. El PCI mesura la sofisticació del producte en funció de la complexitat dels països que el comercien i de quants el poden exportar. En aquest article, utilitzarem les dues perspectives (tant la de l'ICE com la del PCI).

Per enriquir aquesta anàlisi, incorporem també una perspectiva tecnològica. Per fer-ho, vinculem cada producte exportat amb l'activitat econòmica que el genera a partir d'una taula de correspondència elaborada per l'OCDE.³ Aquesta perspectiva ens permet respondre la pregunta de fins a quin punt les nostres exportacions són intenses

als sectors manufacturadors considerats d'alta tecnologia? En contrast amb l'ICE, el nivell tecnològic de les exportacions es determina mesurant l'esforç en R+D i la tecnologia incorporada a les indústries. Així, com a mostra, els productes farmacèutics i aeroespacials serien exemples de béns d'alta tecnologia, mentre que els productes tèxtils caurien dins la categoria de baixa tecnologia. Aquesta doble perspectiva (complexitat i contingut tecnològic) ens permetrà enriquir la radiografia de la competitivitat exterior d'Espanya.

En què som competitius?

Per valorar el posicionament de les exportacions espanyoles, situem els productes en funció de tres dimensions clau: la seva complexitat, la nostra competitivitat revelada i el seu contingut tecnològic. *The Atlas of Economic Complexity*⁴ proporciona dades detallades sobre el nivell de complexitat de les exportacions espanyoles (PCI) i sobre la quota de mercat que Espanya té en cada producte. Considerem que un producte és complex si el seu índex de complexitat, que reescallem perquè adopti valors entre 0 i 100, supera els 50 punts. Així mateix, a partir de les quotes d'exportacions, calculem l'avantatge competitiu revelat, que ens indica si un país exporta relativament més d'un producte en comparació amb altres països.⁵ Segons aquesta mètrica, un país és competitiu en un producte si l'índex és superior a 1, o 0 si prenem el logaritme de l'índex, com és el nostre cas.

Mostrem la constel·lació de productes que exportem classificats en funció d'aquestes tres dimensions al primer gràfic. L'eix vertical mostra el grau de complexitat dels productes; l'horitzontal, la competitivitat revelada, i el color de cada bombolla, el contingut tecnològic. Finalment, la dimensió de la bombolla mostra el pes d'aquest producte en les exportacions espanyoles.

El 46,9% de les exportacions espanyoles corresponen a productes d'alta complexitat, en què Espanya presenta un clar avantatge competitiu. A més a més, molts d'aquests productes incorporen un alt contingut tecnològic, com s'aprecia al gràfic, on estan representats per punts blaus i verds. El sector de l'automòbil és un punt fort de les exportacions espanyoles. Es tracta de productes d'alta complexitat i de tecnologia mitjana-alta. Les exportacions de vehicles i accessoris representen el 16,7% del total exportat per Espanya. Malgrat que representa una part més petita de les exportacions espanyoles, el 5,4%, el sector

1. Vegeu, per exemple, Hidalgo, C. A. i Hausmann, R. (2009), «The building blocks of economic complexity», *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 106(26), 10570-10575; He, D., Tang, Y., Wang, L. i Mohsin, M. (2023), «Can increasing technological complexity help strengthen regional economic resilience?», *Economic Change and Restructuring*, 56(6), 4043-4070, i Hausmann, R. et al. (2014), *The Atlas of Economic Complexity: Mapping Paths to Prosperity*, The MIT Press.

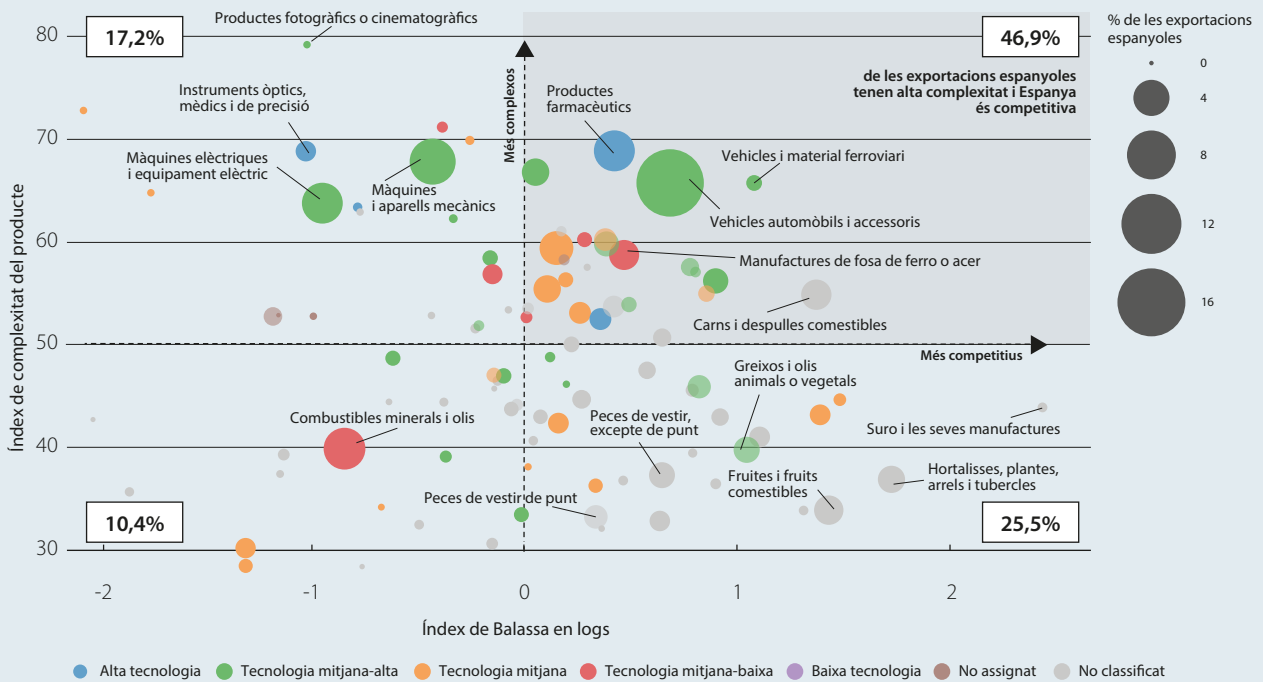
2. Vegeu Canals, C. i Montoriol, J. (2018), «La complejidad de las exportaciones y la calidad del empleo», *Papeles de Economía Española*, 158, 116, on es mostra que, en el cas d'Espanya, les indústries i les comunitats autònomes amb exportacions més complexes tendeixen a generar ocupació més estable.

3. Utilitzem la correspondència elaborada per l'OCDE entre la classificació harmonitzada del comerç internacional (HS, per les sigles en anglès, Harmonized System) en la versió del 2012 i les activitats econòmiques definides a la base de dades BTDiXE (Base de dades de Comerç Internacional Bilateral per Indústria i Etapa d'Ús).

4. *The Atlas of Economic Complexity*.

5. Més concretament, es tracta de l'índex de Balassa, que mesura la ràtio entre la proporció de les exportacions d'un producte/servei d'un país en relació amb el total de les seves exportacions sobre la proporció d'exportacions d'aquest producte/servei de tots els països en relació amb les exportacions totals globals.

Competitivitat, complexitat i tecnologia de les exportacions espanyoles
 Capítols TARIC en l'espai de competitivitat i complexitat, 2023



Nota: L'Índex de Balassa es presenta en logaritmes; els valors positius indiquen un avantatge comparatiu revelat (competitivitat). La classificació tecnològica es basa en correspondències a 2 dígits TARIC, assignant la tecnologia predominant per valor exportat (més del 40%).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de The Atlas of Economic Complexity (2023) i de càlculs propis.

farmacèutic també destaca i es relaciona amb productes d'alta complexitat i de tecnologia elevada.

Ara bé, Espanya també és molt competitiva en exportacions de baixa complexitat i de tecnologia mitjana o baixa, en especial també en l'àmbit agrícola,⁶ com les fruites i hortalisses. Alguns productes són clarament distintius del país, com els greixos i els olis animals o vegetals, que inclouen olis tractats per a ús tècnic o industrial (classificats com tecnologia mitjana-alta).⁷ També destaca el suro i les seves manufactures, on Espanya concentra el 20,1% de les exportacions mundials. En total, les exportacions de baixa complexitat en què Espanya és competitiva representen el 25,5% del total exportat.

Així mateix, el 17,2% de les exportacions espanyoles es concentren en productes d'alta complexitat, en els quals, però, Espanya encara no presenta un avantatge competitiu clar. Aquest grup inclou productes que ja representen una proporció significativa del total exportat, la qual cosa apunta a l'existència d'un cert marge de recorregut en termes de competitivitat. És el cas de les màquines i equips elèctrics (el 7,2% de les exportacions espanyoles) i de les màquines i aparells mecànics (el 5,6%). També destaquen els instruments òptics, mèdics i de precisió, productes d'alta tecnologia i complexitat. Aquests sectors,

situats a la part superior esquerra del gràfic, representen un espai d'alt potencial per al desenvolupament industrial i tecnològic d'Espanya.

D'aquesta manera, a Espanya, el 64,1% de les exportacions realitzades el 2023 corresponien a productes complexos, dels quals el 76,2% eren competitius. Així mateix, el 10,8% de les exportacions espanyoles estaven relacionades amb activitats d'alta tecnologia.⁸ Aquestes xifres, tot i ser positives, requereixen un context.

Comparativa europea: on se situa Espanya?

Comparada amb altres grans economies europees (Alemanya, França, Itàlia i Portugal), Espanya encara presenta un marge de recorregut. Al segon gràfic, mostrem el percentatge de cada país de les exportacions que es classifiquen com a complexes, que tenen un alt contingut tecnològic i que, a més a més, són competitives. Tal com veiem al gràfic, dins el grup considerat, Espanya se situa a la cua en les exportacions amb un alt nivell tecnològic i ocupa el segon pitjor lloc en la proporció de les exportacions complexes. En el percentatge d'exportacions competitives i complexes, presenta un millor comportament i se situa per damunt de França i de Portugal, però per sota d'Itàlia i d'Alemanya.

6. La classificació d'intensitat tecnològica no inclou els productes agrícoles.
 7. La resta dels olis no es consideren intensius en tecnologia.

8. Aquestes dades poden diferir de les publicades per Eurostat. La diferència és deguda a les limitacions d'assignar una activitat als productes classificats per HS 12.

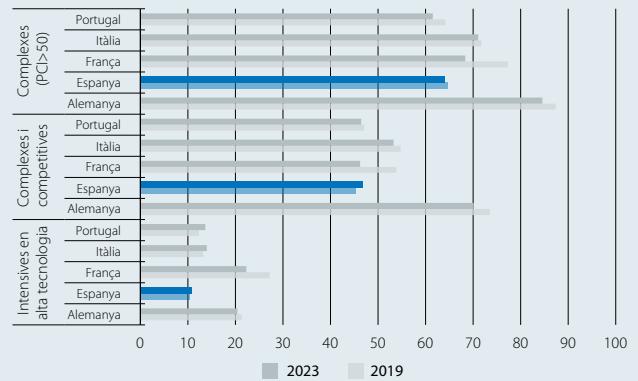
Així i tot, Espanya és l'única economia del grup que ha augmentat la seva competitivitat en exportacions complexes des del 2019. A més a més, juntament amb Itàlia i amb Portugal, ha incrementat el percentatge de les exportacions classificades com d'alta tecnologia i la seva quota de mercat en aquesta mena d'exportacions. Això contrasta amb la caiguda en la complexitat dels productes exportats per les principals economies europees.

Si, en lloc d'observar la complexitat dels productes, analitzem l'ICE, veiem una tendència descendent entre les principals economies europees, que s'arrossega des de la crisi financera (vegeu el tercer gràfic). No obstant això, des del 2019, tant Espanya com Portugal han recuperat posicions en el *ranking*. Espanya ha passat del lloc 39 al 34, i Portugal millora del lloc 47 al 37. En canvi, Alemanya, que, el 2019, ocupava la cinquena posició (i que, entre el 1995 i el 2016, s'havia mantingut en el top 4), cau al sisè lloc el 2023. França perd quatre posicions i se situa en el lloc 23, per sota d'Itàlia, que cau dues posicions i se situa en el 19.

Anna Bahí Esteba

Complexitat, competitivitat i tecnologia en les exportacions de les principals economies europees

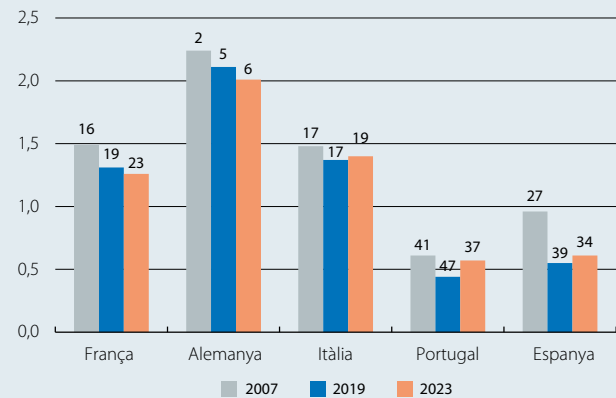
(% de les exportacions del país, 2023)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de The Atlas of Economic Complexity (2023) i de càlculs propis.

Índex de complexitat econòmica i ranking dels països europeus

(Esc. esq. l'índex, en etiqueta el ranking)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de The Atlas of Economic Complexity (2023) i de càlculs propis.

L'impacte econòmic de l'apagada en detall

En aquest article, complementem la [Nota Breu](#) de valoració de l'impacte econòmic de l'apagada del 28 d'abril, publicada a la nostra pàgina web uns dies després que tot el territori peninsular espanyol es quedés sense electricitat. A partir de les dades, agregades i anonimitzades, dels pagaments i dels reintegraments realitzats amb targetes emeses per CaixaBank, hem estimat l'impacte econòmic i també l'hem radiografiat per sectors i per comunitats autònomes (CA).

L'anàlisi de les dades de CaixaBank revela que l'apagada del 28 d'abril va provocar una caiguda del 34% en la despesa de consum de les llars espanyoles aquest dia, arran de la contracció del consum mitjançant els principals mètodes de pagament: presencial amb targeta, reintegraments i electrònic.¹ No obstant això, en els dies posteriors, es va observar un efecte rebot significatiu: la despesa es va incrementar per damunt dels nivells habituals, la qual cosa suggereix que una part del consum es va desplaçar als dies següents.² En conjunt, estimem que més de la meitat de la despesa no realitzada el dia de l'apagada va ser recuperada en els dos dies següents, la qual cosa va reduir l'impacte net a una caiguda del 15% de la despesa esperada per a aquest dilluns. Aquesta xifra és el resultat de la comparació de l'evolució de la despesa presencial amb targetes, de les retirades d'efectiu i del consum *online* del dia de l'apagada i dels dies posteriors amb el patró de despesa habitual dels dilluns i amb la despesa observada a les zones en què no es van produir talls d'electricitat.

Des d'una perspectiva macroeconòmica, l'apagada va tenir un efecte limitat sobre l'activitat. Segons la nostra estimació, va provocar una caiguda del 15% del consum de les llars. Atès que aquest component representa, aproximadament, el 55% del PIB, aquesta contracció equivaldria a una reducció del 8% en el PIB diari.³ A nivell trimestral, l'efecte net sobre el PIB del 2T seria inferior a 1 dècima percentual, menys de 400 milions d'euros.⁴ Aquesta xifra suggereix que, tot i que l'apagada va tenir un cost econòmic rellevant a curt termini, la seva incidència sobre el creixement trimestral serà marginal.

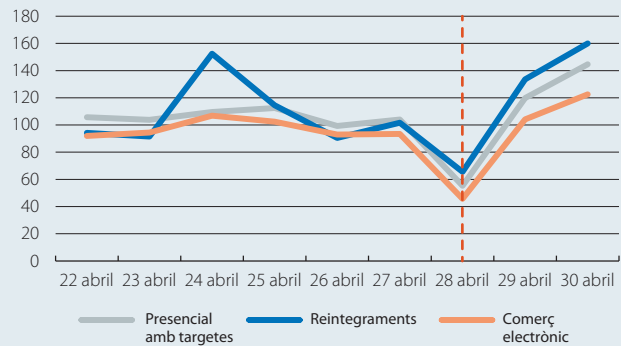
Impacte de l'apagada sobre les diferents formes de pagament

L'impacte de l'apagada sobre el consum de les llars va ser diferent per a cada mètode de pagament durant el dilluns

1. No trobem un impacte significatiu de l'apagada sobre el consum mitjançant els rebuts o les transferències.
2. Una part de la despesa en els dies posteriors, en particular les retirades d'efectiu, també podria ser deguda a un motiu preventiu o de provisió addicional.
3. En aquesta anàlisi, suposem que la resta dels components del PIB (consum públic, inversió, exportacions i importacions) no van ser afectats per l'apagada.
4. Equivalent a 2 centèsimes del creixement del PIB anual.

Evolució de la despesa a la península per mètode de pagament

Índex (100 = facturació mitjana en el mateix dia de la setmana)

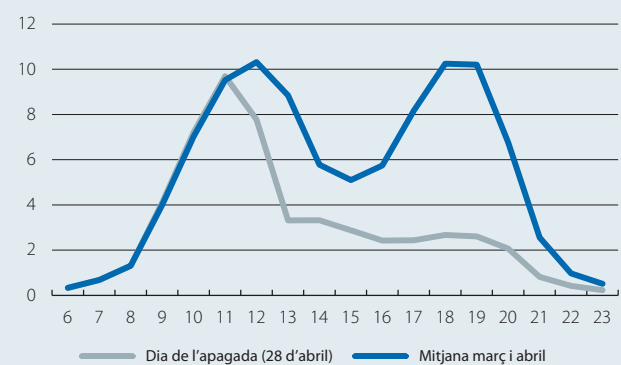


Nota: El valor de 100 correspon a la facturació mitjana en el mateix dia de la setmana entre l'1 de març i el 25 d'abril. Per exemple, l'índex 55 de despesa presencial el dilluns 28 d'abril significa que, aquell dia, els reintegraments van ser el 45% inferiors a un dilluns habitual del març i de l'abril.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Despesa presencial amb targeta domèstica per hora a la península el dia de l'apagada

Despesa per hora en relació amb la mitjana diària (%)



Nota: Percentatge de despesa realitzada en una hora en relació amb la mitjana de facturació total dels dilluns del març i de l'abril del 2025. Per exemple, el dia 28 d'abril, la despesa a les 20 hores va correspondre al 2% de la facturació total en un dilluns mitjà, en lloc del 7% habitual.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

28 d'abril i els dos dies posteriors. Estimem que l'impacte de l'apagada sobre la despesa presencial amb targeta dels espanyols a la península va ser del 42%. Aquest resultat s'obté comparant l'evolució de la despesa presencial el dia 28 al territori peninsular amb la no peninsular.⁵ Atès que la despesa presencial se sol comportar de manera molt similar als dos territoris, utilitzem aquest diferencial com a aproximació de l'impacte sobre la despesa presencial.⁶ En els dos dies posteriors a l'apagada, la despesa presencial amb targeta al territori peninsular va ser superior a la referència que ens ofereixen els territoris que no van experi-

5. En concret, duem a terme un exercici de diferències en diferències comparant l'evolució de la despesa presencial amb targetes als dos territoris el dia de l'apagada amb la mitjana dels dilluns de l'1 de març al 25 d'abril.

6. Al conjunt d'Espanya, l'impacte de l'apagada sobre la despesa presencial amb targetes va ser del 39%.

mentar el tall d'electricitat.⁷ Tenint en compte el rebot, l'impacte de l'apagada es redueix a una caiguda del 18% del consum que s'hauria pogut esperar a la península el dia de l'apagada.

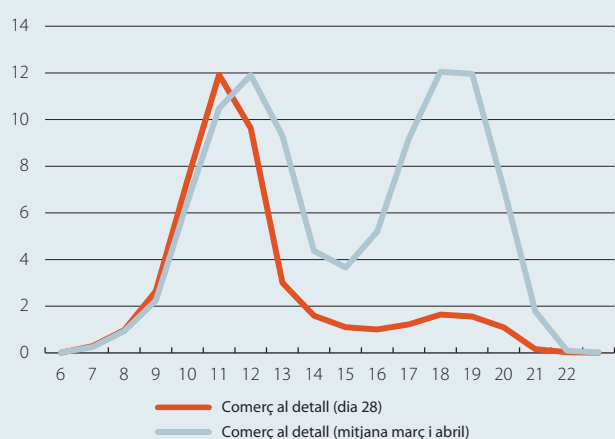
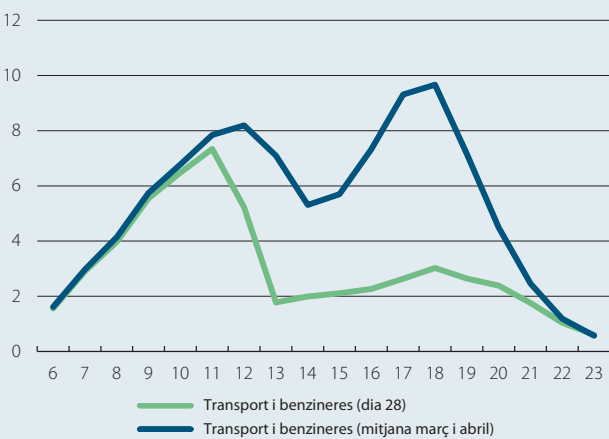
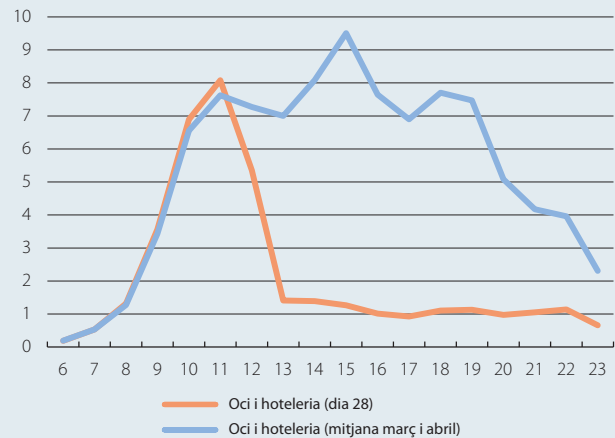
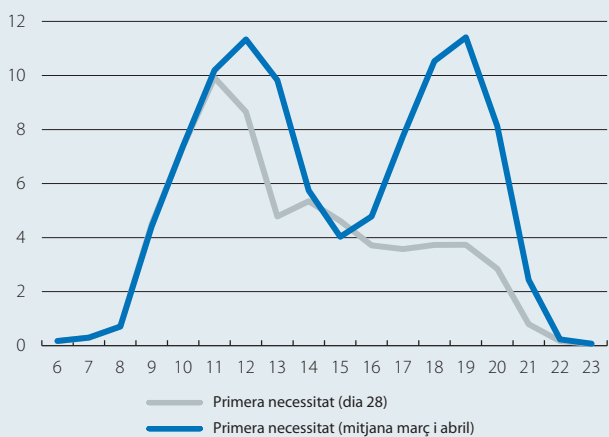
El comerç electrònic dels espanyols va caure en relació amb un dia normal tant a la península com a la resta del territori, en aquest últim cas, probablement, a causa de la caiguda dels servidors allotjats en territori peninsular. Tenint en compte la caiguda als dos territoris i ponderant cada regió pel seu pes en el PIB, la caiguda de la despesa *online* generada per l'apagada se situa al voltant del 54% a tot el territori espanyol. La recuperació en els dos dies posteriors a l'apagada situa el seu impacte net en una caiguda del 28%.

Els reintegraments dels espanyols a la península van caure el 34% en relació amb la mitjana habitual de retirades d'efectiu dels dilluns de març i d'abril del 2025.⁸ Per a aquest mètode de pagament, prenem com a referència la mitjana habitual de reintegraments del març i de l'abril, ja

que el dia de l'apagada es va produir un repunt de les retirades d'efectiu als territoris no peninsulars, per motius de precaució, que no permet una comparativa entre els dos territoris. En els dos dies posteriors a l'apagada, els reintegraments també van ser superiors a l'habitual, en part per normalitzar les tinences d'efectiu. En aquest cas, suposem que la despesa en efectiu es va recuperar d'acord amb l'observat en la despesa presencial, la qual cosa situa l'impacte net de l'apagada en una caiguda del 15%.

Així, tenint en compte el descens estimat de la despesa amb els tres mitjans de pagament descrits i que la despesa mitjançant transferències i rebuts no va patir un impacte material, estimem que el conjunt de la despesa a tot Espanya durant el dia de l'apagada es va situar el 34% per sota de la que calia esperar per a aquest dia.⁹ En els dos dies posteriors a l'apagada, el repunt en el consum va compensar gairebé la meitat de la baixada observada aquest dia i va dur la caiguda neta del total de la despesa a Espanya al 15% del nivell esperat.

Despesa presencial amb targeta domèstica per hora i per sector a la península el dia de l'apagada
Despesa per hora en relació amb la mitjana diària (%)



Nota: Percentatge de despesa realitzada en una hora en relació amb la mitjana diària dels dilluns del març i de l'abril del 2025.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

- 7. A partir del dia 1 de maig, les diferències en el patró de despesa dels dos territoris es redueixen al mínim, de manera que situem el final del rebot en el dia 30 d'abril.
- 8. Al conjunt d'Espanya, l'impacte de l'apagada sobre els reintegraments va ser del 32%.
- 9. Ponderem la caiguda en el consum mitjançant cada mètode de pagament pel seu pes en el consum.

Impacte de l'apagada en detall: per hora, per sector econòmic i per CA

El zoom de l'impacte de l'apagada per hora, per sector econòmic i per CA ens mostra diferències remarcables dins el territori espanyol. El patró de consum per hora en un dia habitual mostra dos pics: cap a les 12 del migdia i entre les 18 i les 19 hores. El patró de despesa presencial amb targeta a la península va ser gairebé el mateix al de la mitjana dels dilluns de març i d'abril en les hores prèvies a l'apagada. No obstant això, a partir de les 12.30 hores, s'observa una caiguda important del consum mitjançant aquest mètode de pagament, que no es va recuperar en el que quedava de dia.

L'evolució del consum per hores permet, així mateix, entendre l'impacte diferencial entre sectors. Les diferències entre aquests s'expliquen tant per la magnitud de la caiguda inicial com pel grau de recuperació observat a partir de les 18 hores. En el cas dels béns de primera necessitat, l'impacte va ser del 34%, el menor entre tots ells, ja que la caiguda inicial va ser més moderada, i, a la tarda, la despesa es va establir en un nivell superior al dels altres sectors.¹⁰ En canvi, la despesa en oci i hoteleria va patir el major descens, amb una caiguda del 52%, en part perquè no es va produir una recuperació a la tarda.

Cal assenyalar que no observem els pagaments en efectiu als establiments, de manera que l'impacte observat sobre els diferents sectors podria haver estat inferior.

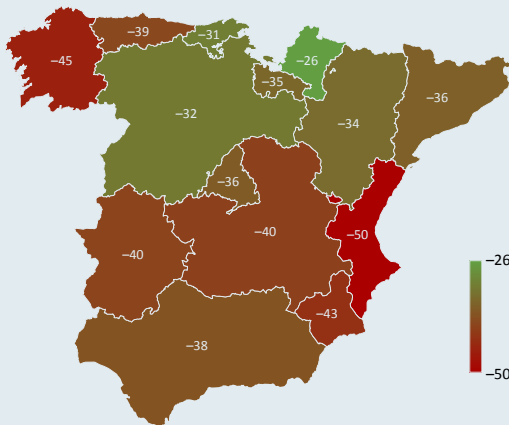
L'apagada va provocar una caiguda generalitzada del consum a totes les CA, tot i que el seu impacte va ser heterogeni.¹¹ Com podem veure a l'últim gràfic, el dia 28, el consum va caure entre el 30% i el 40% a la majoria de les regions. El repunt en els dos dies posteriors va compensar una part de la caiguda del consum observada el 28 d'abril a totes les CA, però amb una intensitat diferent. Algunes comunitats de la zona centre i del nord-est de la península van recuperar més del 60% del consum en els dos dies posteriors, mentre que Galícia, per exemple, va recuperar el 30% del consum perdut aquest dia.

En definitiva, l'anàlisi de dades transaccionals ens ha permès estimar amb poca latència l'impacte econòmic de l'apagada del 28 d'abril i revelar una caiguda significativa però transitòria del consum. La ràpida recuperació de la despesa en els dies posteriors mostra com la capacitat d'adaptació per part de les llars i del teixit productiu ha contribuït a limitar l'efecte macroeconòmic del succés. Aquest tipus d'anàlisi reforça el valor de les dades en temps real per avaluar amb agilitat esdeveniments inesperats i la seva repercussió sobre l'activitat econòmica.

Zoel Martín Vilató i Josep Mestres Domènech

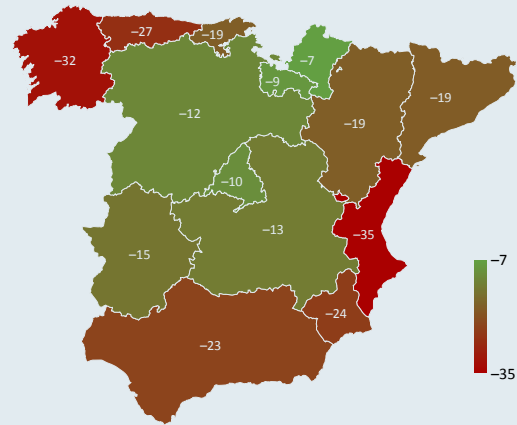
Impacte de l'apagada sobre el consum per CA el dia 28

Variació (%)



Impacte de l'apagada sobre el consum per CA del dia 28 al 30

Variació (%)



Nota: L'impacte de l'apagada per CA s'obté comparant l'evolució de la despesa a cada comunitat amb la no peninsular (diferències en diferències), en el cas de la despesa presencial amb targetes, i amb la mitjana dels dilluns entre l'1 i el 25 d'abril (sense festius autonòmics), en el cas dels reintegraments i del comerç electrònic.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

10. L'impacte de l'apagada per sectors s'obté comparant l'evolució de la despesa presencial a cada sector el dia 28 al territori peninsular amb la no peninsular. Exclou el comerç electrònic i els reintegraments. Vegeu la nota 5.

11. L'impacte de l'apagada a nivell de CA es calcula aplicant les mateixes metodologies descrites amb anterioritat a cadascun dels tres mètodes de pagament, però exclouent els festius autonòmics i utilitzant, en cada cas, la facturació corresponent a cada comunitat autònoma.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Indústria									
Índex de producció industrial	-1,6	0,4	0,0	-0,2	1,3	-0,7	0,6	1,7	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,6	-2,9	-6,0	-5,4	-4,3	-5,1	-6,3
PMI de manufactures (valor)	48,0	52,2	52,8	51,5	53,6	50,0	48,1	50,5	51,4
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	0,5	16,7	4,6	10,2	16,7	20,1	14,5	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	-10,2	9,9	-10,1	-1,2	9,9	17,2	15,3	...	...
Preu de l'habitatge	4,0	8,4	7,8	8,2	11,3	12,2	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	18,9	10,1	14,2	12,3	10,1	8,1	8,3	7,3	...
PMI de serveis (valor)	53,6	55,3	56,6	55,2	55,1	55,3	53,4	51,3	51,9
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,5	1,8	0,4	2,6	2,9	3,3	4,1	4,8	...
Matriculacions d'automòbils	16,7	7,2	8,5	1,7	14,4	14,0	7,1	18,6	15,2
Indicador de sentiment econòmic (valor)	100,5	103,0	102,6	105,5	101,5	103,3	103,7	103,4	102,0
Mercat de treball									
Població ocupada ²	3,1	2,2	2,0	1,8	2,2	2,4	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	12,2	11,3	11,3	11,2	10,6	11,4	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2
PIB	2,7	3,2	3,3	3,3	3,3	2,8	...	...	...

Preus

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
General	3,5	2,8	3,5	2,2	2,4	2,7	2,2	2,0	2,2
Subjacent	6,0	2,9	3,0	2,6	2,5	2,2	2,4	2,2	2,2

Sector exterior

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	0,2	-4,9	-1,8	0,2	3,3	1,7	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-7,2	0,1	-7,1	-3,1	0,1	4,2	2,5	...	...
Saldo corrent	39,8	48,7	45,1	48,3	48,7	44,3	44,6	...	...
Béns i serveis	58,8	68,8	65,2	68,3	68,8	64,4	65,2	...	...
Rendes primàries i secundàries	-19,1	-20,0	-20,2	-20,0	-20,0	-20,1	-20,6	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	56,0	67,1	61,2	65,7	67,1	63,5	63,8	...	...

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	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	0,3	5,1	5,2	4,3	5,1	4,6	4,9	5,4	...
A la vista i preavis	-7,4	2,0	-1,9	-1,6	2,0	3,1	4,7	5,8	...
A termini i cessions temporals (repo)	100,5	23,5	68,0	47,5	23,5	12,6	6,5	3,6	...
Dipòsits d'AP ⁵	0,5	23,1	-4,1	14,8	23,1	24,4	20,6	20,4	...
TOTAL	0,3	6,3	4,5	5,1	6,3	5,9	6,0	6,4	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	-3,4	0,7	-1,3	-0,3	0,7	1,7	2,1	2,4	...
Empreses no financeres	-4,7	0,4	-1,8	-0,6	0,4	1,6	2,1	2,7	...
Llars - habitatges	-3,2	0,3	-1,5	-0,7	0,3	1,4	1,8	2,0	...
Llars - altres finalitats	-0,5	2,3	0,7	1,2	2,3	3,1	2,8	3,0	...
Administracions públiques	-3,5	-2,6	-2,7	-5,4	-2,6	-0,3	1,0	3,4	...
TOTAL	-3,4	0,5	-1,4	-0,7	0,5	1,6	2,0	2,5	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,5	3,3	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	...	...

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.

Portugal: activitat sòlida, tot i que amb obstacles per davant

Els indicadors disponibles per al 2T mostren una evolució moderadament positiva. Els indicadors de sentiment han anat de menys a més al llarg del trimestre, i l'ESI, publicat per la Comissió Europea, s'ha situat en 107,4 punts al juny, la qual cosa assenyala una expansió robusta de l'activitat. Els indicadors d'activitat disponibles fins al maig també mostren una evolució favorable. Pel costat del consum, els moviments amb targeta (compres i reintegraments) han crescut al voltant del 7% interanual en el 2T (vs. el 6% en el 1T), i les vendes d'automòbils han crescut el 13,4% (vs. el -1,7% en el 1T). Pel costat de l'oferta, la producció industrial s'ha recuperat al maig (el +2,6%), després d'uns primers mesos de l'any en contracció (el -2,1% a l'abril i el -2,3% en el 1T). Al front extern, els senyals són d'alentiment a partir de l'abril. En aquest àmbit, és probable que la incertesa i el creixement feble dels principals socis comercials continuïn pressionant les perspectives del sector exterior.

La inflació va pujar al juny, i el mercat laboral continua sorprenent a l'alça. Es tracta del tercer mes consecutiu d'augment de l'IPC general (el 2,4% al juny vs. el 2,3% al maig), que es va situar en el mateix nivell que la subjacent (vs. el 2,2% al maig). Els preus de producció han registrat la cinquena variació interanual negativa consecutiva al maig (el -3,1%), la qual cosa hauria de continuar pressionant a la baixa els preus al consumidor. D'altra banda, l'ocupació va créixer el 2,5% interanual en els cinc primers mesos de l'any (vs. l'1,5% en el mateix període del 2024) i va assolir màxims històrics, amb el 65% de la població en edat de treballar ocupada en el 2T. Per la seva banda, la taxa d'estalvi es manté a la vora de màxims històrics (el 12,3% de la renda disponible en el 1T), resultat d'un creixement més fort de la renda nominal que del consum. Aquests factors continuaran sent un suport per al consum i per a la inversió.

El sector turístic continua mostrant dinamisme. Al maig, es van registrar 3,2 milions d'hostes, un creixement interanual del 2,6%, acompanyat també per un creixement en les pernoctacions (el +1,3% interanual), un increment impulsat, principalment, per turistes residents, les pernoctacions dels quals van augmentar el 5,9%, en relació amb una lleugera caiguda de les de no residents (el -0,2%). En conjunt, els ingressos totals del sector en l'acumulat de l'any han augmentat el 7,9%, malgrat l'augment de la incertesa, un element remarcat en les últimes enquestes del sector.

El saldo pressupostari va millorar fins al maig. El superàvit del 0,5% del PIB registrat fins al maig (en relació amb un dèficit del 2,1% fins al maig del 2024) s'explica per un augment interanual del 12,3% en els ingressos, on destaquen les contribucions a la Seguretat Social i els ingressos per IRPF i per IVA, ancorats en el fort augment de l'ocupació i en la trajectòria positiva dels salaris, i per la reducció de les devolucions de l'IRPF i de l'IVA. Sense aquest efecte, els ingressos totals haurien augmentat el 10,5% i el saldo pressupostari se situaria en un lleuger dèficit. Per la seva banda, la despesa va pujar el 4,5% per l'augment de les despeses de personal, de les transferències corrents (amb pensions) i de la inversió. La desacceleració de l'activitat econòmica i les pressions addicionals derivades de compromisos assumits recentment (com la reducció de l'IRPF i la despesa en defensa) augmenten la probabilitat que el saldo pressupostari se situï en terreny negatiu el 2025.

Portugal: indicadors econòmics

Variació interanual (llevat que s'indiqui el contrari)

		1T 2025	2T 2025	Abril 2025	Maig 2025	Juny 2025	Últim mes disponible
Indicadors sintètics	Ind. de sent. econòmic (nivell)	104,6	103,8	101,7	105,9	107,4	Juny
	Indicador diari d'activitat	2,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	Juny
Consum	Comerç a l'engròs i al detall	2,9	1,8	0,0	3,6	-	Maig
	Compres i reintegraments amb targeta	5,9	6,9	7,1	6,7	-	Maig
Inversió	Venda d'automòbils	-1,7	13,4	8,2	18,6	14,8	Juny
	Indicador de formació bruta de capital fix (FBCF)	2,0	4,2	4,2	-	-	Abril
Oferta	Importacions de béns de capital	6,6	-5,4	-5,4	-	-	Abril
	Vendes de ciment	-2,4	-3,8	-5,5	-2,0	-	Maig
Demanda	Producció industrial	-2,3	0,2	-2,1	2,6	-	Maig
	Consum d'electricitat *	1,9	1,7	3,3	0,0	3,1	Juny
Comerç exterior	Nombre de turistes no residents	1,1	4,6	7,5	1,7	-	Maig
	Nombre de vols	2,0	5,8	6,4	5,3	4,3	Juny
Mercat de treball	Exportacions de béns i serveis (var. acumulada)	2,8	1,4	1,4	-	-	Abril
	Importacions de béns i serveis (var. acumulada)	5,3	4,2	4,2	-	-	Abril
Mercat de treball	Variació en l'atur registrat (milers de persones)	9,0	-7,0	-4,7	-9,4	-	Maig
	Variació en l'ocupació (milers de persones)	113,8	144,5	157,1	131,8	-	Maig

Notes: * Moviments amb targeta ajustats per l'IPC. El consum d'electricitat es corregeix per temperatura i per dies laborables.

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

Portugal: IPC

Variació interanual (%)

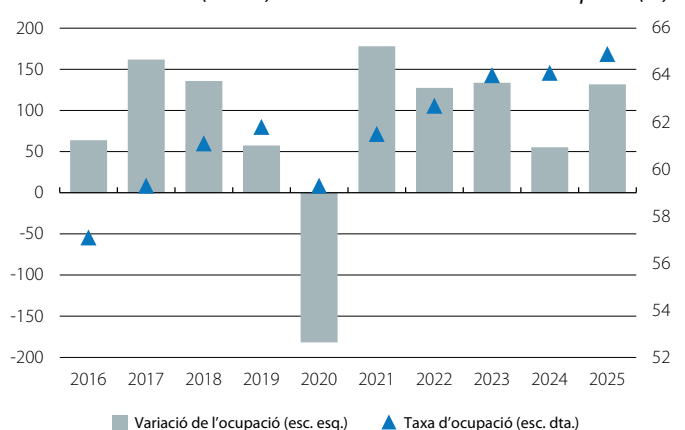


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: ocupació

Variació interanual (milers) *

Taxa d'ocupació (%)



Notes: * Als mesos de maig. Dades ajustades per estacionalitat.

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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Índex coincident d'activitat	3,5	1,8	1,5	1,7	1,7	...	1,6	1,6	...
Indústria									
Índex de producció industrial	-3,1	0,8	-0,2	-0,4	-2,3	...	-2,1	2,6	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,1	-4,2	-5,1	-4,8	-5,1	-4,9	-4,4
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	7,5	6,4	13,3	23,5	36,0	...	22,5	...	...
Compravenda d'habitatges	-18,7	14,5	19,4	32,5	25,0	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	9,1	8,5	8,5	13,2	15,8	...	16,9	17,1	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	19,0	6,3	7,8	6,3	4,6	...	5,2	4,4	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	7,7	5,6	2,4	10,9	12,5	6,6	4,4	6,1	9,4
Consum									
Vendes comerç al detall	1,1	3,2	3,7	5,0	4,5	...	3,0	4,8	...
Indicador coincident del consum privat	2,9	2,7	2,7	3,4	3,7	...	3,5	3,4	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-14,3	-15,5	-17,9	-17,9	-18,2	-17,6
Mercat de treball									
Població ocupada	2,3	1,2	1,2	1,3	2,4	...	3,1	2,6	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,5	6,4	6,1	6,7	6,6	...	6,3	6,3	...
PIB	2,6	1,9	2,0	2,8	1,6	...	-	-	-

Preus

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
General	4,4	2,4	2,2	2,6	2,3	2,3	2,1	2,3	2,4
Subjacent	5,1	2,5	2,5	2,7	2,3	2,3	2,1	2,2	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	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	2,4	0,7	2,4	5,7	...	3,9	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-4,0	2,2	-0,8	2,2	5,5	...	4,5	...	...
Saldo corrent	1,5	6,1	5,2	6,1	4,4	...	4,7	...	...
Béns i serveis	4,0	6,7	6,1	6,7	5,4	...	5,5	...	...
Rendes primàries i secundàries	-2,5	-0,5	-0,9	-0,5	-1,0	...	-0,9	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	5,3	9,3	8,6	9,3	7,6	...	8,0	...	...

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	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	-2,3	7,5	6,0	7,5	6,5	...	6,1	5,9	...
A la vista i estalvi	-18,5	-0,3	-6,7	-0,3	3,5	...	4,1	3,6	...
A termini i preavis	22,2	15,3	20,9	15,3	9,3	...	7,9	8,0	...
Dipòsits d'AP	-12,4	26,7	29,1	26,7	29,3	...	26,5	33,2	...
TOTAL	-2,6	7,9	6,7	7,9	7,1	...	6,7	6,7	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	-1,5	2,1	1,0	2,1	3,3	...	3,7	4,5	...
Empreses no financeres	-2,1	-0,6	-0,6	-0,6	0,1	...	0,5	1,4	...
Llars - habitatges	-1,4	3,2	1,4	3,2	5,1	...	5,6	6,3	...
Llars - altres finalitats	-0,3	4,7	4,0	4,7	5,1	...	5,4	5,5	...
Administracions públiques	-5,5	0,6	-4,1	0,6	-8,0	...	-0,4	1,1	...
TOTAL	-1,7	2,0	0,9	2,0	2,9	...	3,6	4,3	...
Taxa de morositat (%)²	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	...	-	-	-

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.

Coneix les nostres publicacions:



Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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



Monitor de consum

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



Flash de divises

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



Informe Sectorial Turisme 2S 2025

El sector turístic espanyol ha entrat en una nova etapa de creixement més moderat després dels anys de forta expansió arran de la recuperació postpandèmia. En aquest context, la restauració manté la bona ratxa el 2025, amb un creixement sòlid de la despesa, mentre que el turisme nord-americà mostra signes de desacceleració a causa de la incertesa econòmica.



Observatori Sectorial 1S 2025

L'economia espanyola manté el dinamisme en un context global més complex i mostra un nombre creixent de sectors d'activitat en fase d'expansió. En aquesta tessitura, els sectors més exposats al nou gir proteccionista dels EUA tenen el potencial per redirigir les seves exportacions cap a altres mercats mundials, i les energies renovables poden tenir un paper estratègic a la competitivitat industrial.



Informe Sectorial Immobiliari 1S 2025

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

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

Et recomanem:

Economia en temps real

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

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Segueix-nos a:



www.caixabankresearch.com



Newsletter



CaixaBank



Pòdcast

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

