

IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 503 | SETEMBRE 2025



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS

Què hi ha darrere els tipus d'interès del BCE?

ECONOMIA INTERNACIONAL

El 5% del PIB en defensa: per què?, amb quina finalitat?, és factible?

Pressupost 2028-2034 per a la UE: missió impossible?

Funcionen els aranzels com a eina de recaptació fiscal als EUA?

ECONOMIA ESPANYOLA

Les causes de la sortida de l'ocupació

La classe mitjana espanyola en xifres: més ingressos, menys sensació de progrés

DOSSIER: DESAFIAMENTS I POLÍTIQUES EN L'ERA DE LA LONGEVITAT

Demografia i destí: el món que ens espera el 2050 amb menys naixements i amb més longevitat

Efectes de l'envelliment sobre el creixement i palanques per mitigar-lo

L'impacte de l'envelliment sobre les finances públiques: un veritable repte per a Espanya i per a Europa

Palanques per mitigar l'impacte de la demografia sobre les finances públiques: el cas de les pensions

Una societat envellida pagarà uns tipus d'interès més baixos?

INFORME MENSUAL**Setembre 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***Javier García-Arenas**

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)
[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)
[https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research)
[estudios-mercados/research](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research)
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

5 de setembre de 2025

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS**9 *Què hi ha darrere els tipus d'interès del BCE?***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**14 *El 5% del PIB en defensa: per què?, amb quina finalitat, és factible?*

David Martínez Turégano

16 *Pressupost 2028-2034 per a la UE: missió impossible?*

David Martínez Turégano

18 *Funcionen els aranzels com a eina de recaptació fiscal als EUA?*

Isabela Lara White

22 ECONOMIA ESPANYOLA24 *Les causes de la sortida de l'ocupació*

Sergio Díaz Valverde

26 *La classe mitjana espanyola en xifres: més ingressos, menys sensació de progrés*

Josep Mestres Domènech i Anna Bahí

29 ECONOMIA PORTUGUESA**31 DOSSIER: DESAFIAMENTS I POLÍTIQUES EN L'ERA DE LA LONGEVITAT**31 *Demografia i destí: el món que ens espera el 2050 amb menys naixements i amb més longevitat*

Josep Mestres Domènech

34 *Efectes de l'envelliment sobre el creixement i palanques per mitigar-lo*

David Martínez Turégano

37 *L'impacte de l'envelliment sobre les finances públiques: un veritable repte per a Espanya i per a Europa*

Javier García-Arenas

40 *Palanques per mitigar l'impacte de la demografia sobre les finances públiques: el cas de les pensions*

Javier García-Arenas, amb la col·laboració de Vânia Duarte

42 *Una societat envellida pagarà uns tipus d'interès més baixos?*

Noves realitats, vells riscos

L'estiu ha transcorregut amb la sensació que l'impacte inicial causat per les decisions de política econòmica de l'Administració Trump ha estat inferior a l'esperat inicialment. Un cop compensats els efectes «anticipació» a les pujades aranzelàries del començament de l'any, la fotografia de l'activitat reflecteix un cicle de creixement global que es manté en fase d'aterratge ordenat i, per tant, lluny dels escenaris recessius. La destacable resiliència dels EUA, de la Xina i de l'Índia està compensant la feblesa de la zona de l'euro i permet que el creixement mundial mantingui una velocitat de creuer pròxima al 3%, com ho reflecteix un PMI global en màxims de 15 mesos a l'agost. És cert que l'aranzel mitjà dels EUA serà molt superior a l'existent al començament de l'any (el 17% en relació amb el 2,5%) i que els nivells aplicats a alguns països (el Brasil, Suïssa o l'Índia) tindran un impacte negatiu sobre el creixement. També falta per tancar l'acord amb la Xina mentre es dirimeixen als tribunals nord-americans les vies legals utilitzades per l'Executiu per justificar les pujades aranzelàries. Ara com ara, però, els efectes sobre el creixement són moderats, i, un cop perfilat el nou mapa aranzelari, s'ha reduït el potencial impacte de la incertesa sobre les decisions dels agents econòmics, ja que s'ha descartat el risc d'una guerra comercial.

Al front de la inflació, en absència de retaliació, l'impacte es transmet de manera gradual, i, fins i tot als EUA, les dades del 2T reflecteixen que les empreses estan assumint una part important de la pujada dels aranzels i que ho estan fent sense una afectació important sobre els beneficis. Aquesta combinació de creixement i d'inflació permetrà que continuï el moviment generalitzat de relaxament monetari global cap a zona neutral (-100 p. b. en els 12 últims mesos), al qual es podria unir properament la Fed per compensar els primers símptomes d'afebliment al mercat de treball. La situació a la cruïlla del banc central nord-americà contrasta amb la comoditat que es desprèn dels últims missatges del BCE sobre el nivell actual de tipus d'interès, un cop estabilitzada la inflació a la vora del 2%.

En aquesta conjuntura, els canals de transmissió de la política monetària es poden veure afectats per les noves tensions als mercats de bons que afecten alguns sospitosos habituals (França, el Regne Unit i el Japó) i també els EUA. Això reflecteix una preocupació per la sostenibilitat fiscal i per la independència de la Fed, a més de certs desajustaments entre l'oferta i la demanda al mercat, en especial a la part llarga de la corba. El bo a 30 anys nord-americà, una referència clau, s'ha tornat a situar en la zona del 5%, i, a Europa, s'ha consolidat el realineament de les primes de risc, amb la francesa (80 p. b.) més a prop de la italiana (87 p. b.) que de l'espanyola (60 p. b.) i amb la rendibilitat del bo britànic a 30 anys en màxims d'aquest segle (el 5,6%). Al fons, bateguen els dubtes sobre l'espai fiscal a un bon nombre de països de l'OCDE per afrontar els desafiaments del nou escenari geopolític, les necessitats del procés de transició energètica i els efectes a mitjà termini d'una demografia que mostra una tendència difícilment reversible a curt termini (vegeu el [Dossier d'aquest Informe Mensual](#)). Així com els recels sobre com el problema de la sostenibilitat fiscal pot contagiar una política monetària que s'ha mogut pel tall de la navalla en l'última dècada, obligada a testar eines no convencionals en assumir responsabilitats que no li pertocaven. Això posa encara més en valor, si cal, l'autonomia dels bancs centrals.

D'aquesta manera, fins al final d'enguany, el focus d'atenció dels mercats passarà del front comercial al front pressupostari, a costa de si es consolida la narrativa que l'impacte de la inversió en IA (les últimes estimacions la xifren en 4-7 bilions de dòlars fins al 2030) sobre la productivitat i, per tant, sobre el creixement potencial pot compensar les distorsions en l'oferta global que comportarà el nou escenari geopolític. En tot cas, estem parlant dels primers efectes del procés de transformació en què està immersa l'economia mundial i que, en el futur més immediat, posarà a prova les relacions comercials entre els grans blocs econòmics i la solidesa de les institucions que han generat benestar en les últimes dècades, començant per la independència dels bancs centrals o dels organismes reguladors. Coses que tendeixen a enyorar quan ja és difícil recuperar-les, quelcom que, com en altres facetes importants de la vida i parafrasejant Quevedo, se sol aprendre tard i amb dolor.

Setembre 2025
José Ramón Díez

Cronologia

AGOST 2025 5 Entren en vigor la majoria dels aranzels recíprocs imposats pels EUA a altres països.	JULIOL 2025 27 Acord entre la UE i els EUA que estableix un aranzel general del 15%, així com el tractament preferencial d'una sèrie de productes estratègics i el compromís de compres i d'inversions per part europea en indústries clau dels EUA.
JUNY 2025 5 El BCE retalla els tipus d'interès en 25 p. b. i abaixa el tipus <i>depo</i> 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).	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.
ABRIL 2025 2 <i>Liberation Day</i>: 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 <i>depo</i> en el 2,25%. 28 Espanya i Portugal afectats per una apagada massiva que provoca greus disruptions als dos països.	MARÇ 2025 4 La Comissió Europea presenta la seva proposta per reforçar les capacitats de defensa de la UE (pla <i>ReArm Europe</i>). 6 El BCE abaixa els tipus d'interès en 25 p. b. i deixa el tipus <i>depo</i> en el 2,50%.

Agenda

SETEMBRE 2025 2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost). Zona de l'euro: avanç de l'IPC (agost). 9 Portugal: comerç internacional (juliol). 11 Consell de Govern del Banc Central Europeu. 12 Espanya: <i>rating</i> S&P. Portugal: <i>rating</i> Fitch. 16 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (2T). 16-17 Comitè de Mercat Obert de la Fed. 22 Portugal: preus de l'habitatge (2T). 23 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (2T). Espanya: balança de pagaments i PIIN (2T). Portugal: desglossament del PIB per sectors institucionals (2T). 25 Portugal: ràtio de morositat (2T). 26 Espanya: desglossament del PIB (2T). Espanya: <i>rating</i> Fitch. Espanya: <i>rating</i> Moody's. 29 Espanya: avanç de l'IPC (setembre). Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (setembre). 30 Espanya: taxa d'estalvi de les llars (2T). Portugal: avanç de l'IPC (setembre). Portugal: activitat turística (agost).	OCTUBRE 2025 1 Portugal: ocupació i atur (agost). Portugal: deute públic (agost). Zona de l'euro: avanç de l'IPC (setembre). 2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre). 8 Espanya: comptes financers (2T). 10 Portugal: comerç internacional (agost). 17 Xina: PIB (3T). 22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost). 23-24 Consell Europeu. 24 Espanya: enquesta de població activa (3T). 27 Portugal: crèdits i dipòsits (setembre). 28-29 Comitè de Mercat Obert de la Fed. 29 Espanya: avanç del PIB (3T). 30 Espanya: avanç de l'IPC (octubre). Portugal: avanç del PIB (3T). Zona de l'euro: PIB (3T). Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (octubre). EUA: PIB (3T). Consell de Govern del Banc Central Europeu. 31 Portugal: execució pressupostària (setembre). Zona de l'euro: avanç de l'IPC (octubre).
---	--

Un cycle expansiu diferencial

L'economia espanyola inicia el curs 2025-2026 amb un cert avantatge. El context internacional és fràgil. Europa continua oferint símptomes de feblesa. Als EUA, l'Administració Trump omple d'esquerdes els pilars que sostenen la seva economia, i, a la Xina, la crisi immobiliària no toca fons. En canvi, l'economia espanyola compta amb una demanda interna sòlida i amb capacitat per continuar impulsant el creixement si el context internacional ho permet i si supera amb èxit els principals reptes amb els quals s'obre el curs.

El PIB del 2T 2025 va confirmar el bon moment que travessa l'economia espanyola. El ritme d'avanç trimestral es va situar en el 0,7%, una xifra lleugerament superior a l'esperada, que se sustenta, fonamentalment, en la demanda interna i, sobretot, en el consum privat i en la inversió. Després d'uns anys sota el lideratge de la demanda externa, el moment en què es produeix el relleu és especialment propici. La normalització dels tipus d'interès per part del BCE, una posició financera del sector privat globalment sanejada i el creixement de la població actuen, i previsiblement ho continuaran fent, com a punts de suport. L'escenari de CaixaBank Research contempla un creixement del 2,4% per al 2025 i del 2,0% per al 2026, però, després de les últimes dades publicades, és probable que la realitat superi aquestes previsions –que revisarem el mes vinent–. El missatge destaca davant el fràgil context internacional.

Per consolidar l'actual cycle expansiu és fonamental que el creixement de l'activitat sigui sostenible, que no es generin nous desequilibris i que es corregeixin els existents. En aquest sentit, un dels principals reptes de l'economia espanyola es troba al sector immobiliari. La demanda d'habitatge ha crescut amb força en els últims anys: així ho testifica l'augment de les llars i de les compravendes d'habitatge. En canvi, l'oferta d'habitatge està reaccionant lentament i de manera insuficient per cobrir aquesta demanda. La pressió sobre els preus de l'habitatge és el principal reflex d'aquest desajustament. Com ho detalla l'[Informe Sectorial Immobiliari](#) que CaixaBank Research acaba de publicar, el dèficit d'habitatge acumulat en els últims anys és superior al mig milió. Un desequilibri d'aquesta magnitud costarà de corregir, i, per tant, és probable que les pressions sobre els preus es mantinguin elevades a curt termini. És urgent reaccionar amb determinació i amb encert per frenar aquest desajustament i començar a corregir-lo com més aviat millor.

Un segon front al qual cal dedicar una atenció especial són els comptes públics. El deute públic espanyol s'ha corregit de manera gradual però sostinguda en els últims anys. Finalment, tot fa pensar que, enguany, el dèficit se situarà per sota del 3,0%, una fita que reforçarà aquest procés i que ajudarà a diferenciar la situació de l'economia espanyola de la d'altres economies actualment en el punt de mira dels inversors, com els EUA i França. Les dues presenten un dèficit públic superior al 6%, i hi ha seriosos dubtes sobre la seva capacitat per capgirar aquesta situació. L'amenaça d'un repunt de les primes de risc sobiranes torna a planar sobre els mercats financers, i, quan això succeeix, a molts inversors els costa diferenciar entre economies. No fa falta anar gaire enrere en el temps per tenir-ne bons exemples. En aquest context, és important aprofitar el bon moment de l'economia per reforçar el compromís amb l'ajust dels comptes públics espanyols i per oferir la màxima visibilitat i credibilitat possible sobre l'evolució dels ingressos i de les despeses a curt i a mitjà termini.

Finalment, també cal parar un esment especial al sector exportador. Una gran part de l'èxit recent de l'economia espanyola se sustenta en l'obertura comercial del seu teixit productiu. Davant el col·lapse de la demanda interna ocasionat per la crisi financera, fa ja gairebé dues dècades, moltes empreses es van esforçar per obrir-se pas al mercat internacional. Així es van salvar molts llocs de treball i, amb el pas dels anys, així se'n van crear molts més. L'obertura internacional també ha servit com a catalitzador de la millora de la productivitat de molts sectors i, a nivell macroeconòmic, ha permès mantenir un ampli superàvit comercial que ha ajudat a reduir l'elevat endeutament exterior. El nivell dels aranzels imposats finalment per l'Administració Trump ha estat inferior al plantejat inicialment, però sembla que l'acord és fràgil –qui sap si demà el president dels EUA canviarà d'idea?–, i, en qualsevol cas, les tensions geopolítiques globals obliguen a la màxima prudència. En aquest context, és imprescindible fer costat al sector exportador perquè continuï ampliant i diversificant la seva base de clients internacionals. Si es corregeixen els principals desequilibris econòmics i el dinamisme de la demanda interna es conjuga amb el de la demanda externa, el cycle expansiu de l'economia espanyola serà diferencial.

Oriol Aspachs

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	4,00	3,25
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	1,21	1,22
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	65,1	65,3
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	53,8	53,5

Previsions

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

Economia internacional

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

Previsions

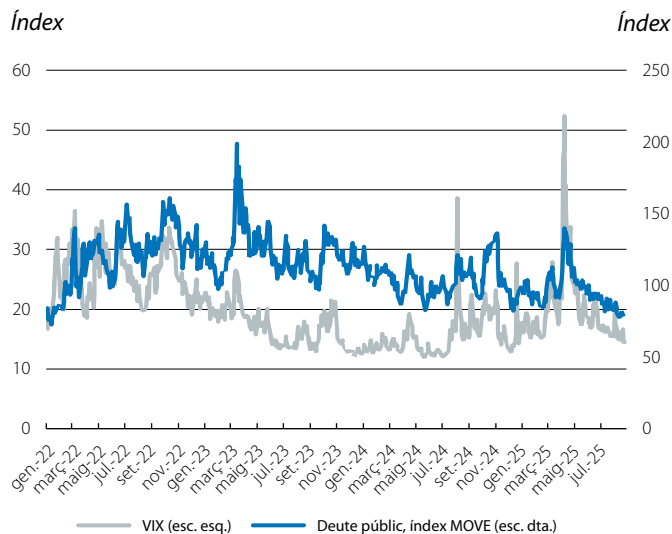
Mercats en calma, riscos latents

Estiu de baixa volatilitat. El període estival sol comportar un menor volum de negociació i de liquiditat als mercats financers, de manera que els petits focus d'inestabilitat tendeixen a escalar ràpidament i els repunts en la volatilitat són freqüents. Només cal recordar que la depreciació del ien a l'agost del 2024 va generar una venda massiva d'accions a nivell global que va llstar els principals índexs més del 8% en tot just un parell de dies. No obstant això, l'estiu del 2025 ha estat un període de calma relativa als mercats financers, amb les principals mesures de volatilitat contingudes, malgrat les inestabilitats de fons de l'entorn macroeconòmic: incerteses en els acords aranzelaris, risc d'erosió de la independència d'institucions als EUA, dubtes sobre el rumb de la política monetària, preocupacions sobre les perspectives fiscals al món desenvolupat i riscos geopolítics, amb un nou focus d'inestabilitat a França.

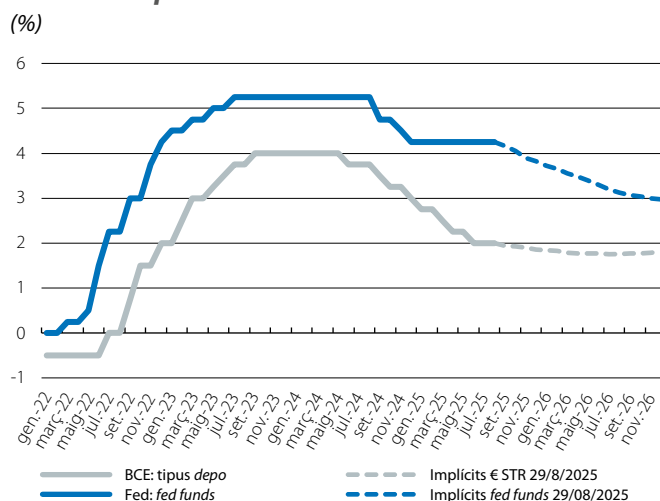
L'estiu porta un canvi de marxa entre la Fed i el BCE. Si el BCE va arribar a l'estiu retallant tipus fins a terreny neutral (*depo* en el 2,00% des del juny passat) i la Fed ho va fer sostenint una política monetària restrictiva (tipus *fed funds* estable en el rang 4,25%-4,50% des del desembre del 2024), les últimes setmanes han propiciat un cert canvi de perspectiva per al setembre. Segons les expectatives dels mercats financers, és probable que, en les properes setmanes, la Fed abaixi tipus i el BCE els mantingui. En concret, de cara al setembre, els mercats monetaris cotitzen una retallada de 25 p. b. als EUA amb prop del 90% de probabilitat, mentre que donen gairebé el 100% de probabilitat al fet que no hi hagi canvis en els tipus del BCE i que es mantingui el *depo* estable en el 2% fins al final d'enguany. Aquest ajust d'expectatives als mercats entronca amb els missatges enviats per la Fed i pel BCE en les últimes setmanes. D'una banda, quan la Fed va mantenir tipus al juliol, la majoria estava més preocupada pels riscos d'inflació que per l'ocupació, i només dos membres van defensar una retallada. Però la publicació d'una dada de mercat laboral més feble del que es preveia (vegeu la [Conjuntura internacional](#)) va dur el president Powell a reconèixer, a la conferència anual de Jackson Hole, que «el canvi en l'equilibri de riscos podria justificar un ajust en la nostra postura de política monetària». Powell va obrir, així, la porta a una retallada de tipus al setembre, sense compromisos i esperant encara les dades d'inflació i d'ocupació corresponents a l'agost. Per la seva banda, al si del BCE, la presidenta Lagarde va reconèixer que els últims acords comercials han alleujat la incertesa global (tot i que no l'han eliminat) i va destacar en positiu la resiliència de l'economia de la zona de l'euro. De manera més emfàtica, Isabel Schnabel va explicar que no veu necessaris canvis en el posicionament de la política monetària al setembre. A més a més, les últimes dades reflecteixen una visió encoratjadora sobre la inflació (gairebé en l'objectiu des del juny), la qual cosa, segons es destil·la dels missatges del BCE, reforça un posicionament de pausa per esperar i veure l'evolució de les dades i de la incertesa.

Als EUA, els tipus sobirans s'ajusten a les expectatives de la política monetària, però no sembla que temin el risc institucional. L'expectativa creixent que la Fed reprengui les baixades de tipus a partir del setembre i que mantingui la senda de distensió monetària fins al final del 2026 va fer caure les rendibilitats

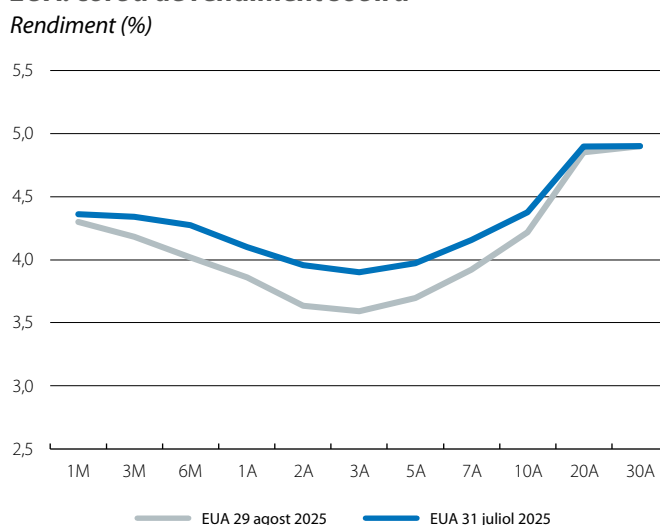
Mesures de volatilitat



BCE i Fed: tipus d'interès



EUA: corba de rendiment sobirà



dels *treasuries* en els trams curts de la corba sobirana (entre 6 mesos i 5 anys), de manera més destacada en la referència a 2 anys, especialment sensible a la política monetària, que va recular més de 30 p. b. a l'agost. En canvi, els trams més llargs van mostrar un comportament més estable: la referència a 10 anys va caure uns 15 p. b., mentre que la de 30 anys va tancar el mes gairebé plana. Aquest comportament diferencial entre les rendibilitats curtes i llargues reflecteix, en part, l'expectativa que, malgrat que la Fed abaixi els tipus, les pressions fiscals de fons mantenen elevades les rendibilitats a llarg termini. A més a més, és destacable l'escassa reacció dels terminis llargs a les pressions creixents de la Casa Blanca sobre la independència de la Fed, intensificades amb l'acomiadament per part de Trump de Lisa Cook, governadora del Consell de la Reserva Federal, sota l'acusació de frau hipotecari. Una decisió que Cook ja ha dut als tribunals, on es definirà el seu futur en el càrrec.

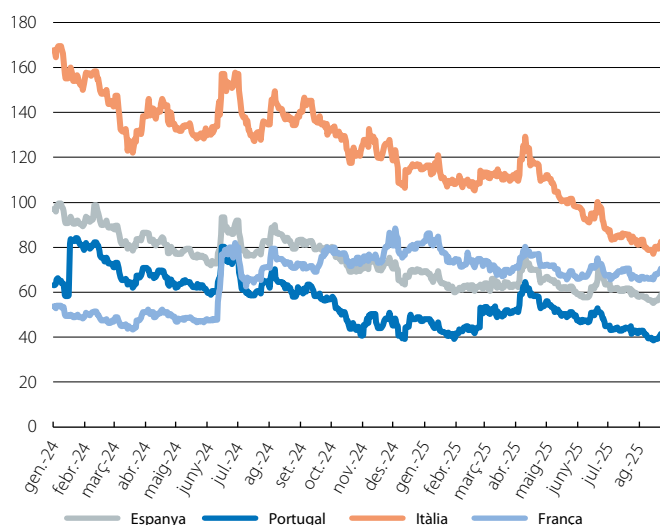
França emergeix com un nou focus d'inestabilitat. Sense sorpreses del BCE, ni canvis de gran importància en les expectatives de política monetària a la zona de l'euro, els tipus sobirans de la regió van transcórrer l'estiu gairebé sense canvis, i l'euro-dòlar es va mantenir cotitzant en la banda d'1,16-1,17 dòlars per euro. França va destacar negativament en aquest escenari de relativa estabilitat: després de l'anunci del vot de confiança, la seva prima de risc es va ampliar en més d'11 punts en només tres dies i es va acostar als nivells de la prima italiana, amb una rendibilitat sobirana a 10 anys al voltant del 3,50% (màxim des del març d'enguany). L'efecte contagi sobre la resta de la perifèria es va mantenir contingut, sense ensurts en les altres primes de risc. No obstant això, cal destacar el repunt recent en les rendibilitats sobiranes a llarg termini, en un mes de setembre que es va iniciar amb vendes de bons sobirans a nivell global en un entorn de preocupació creixent per les perspectives fiscals a les economies desenvolupades.

Un mes més d'avanç a les borses. L'índex borsari global es va anotar el 2,3% a l'agost i acumula ja guanys del 13% des de l'inici d'enguany malgrat el desafiador context econòmic. Al llarg del mes, va destacar el funcionament de l'IBEX 35, impulsat pel bon comportament del sector bancari, i de l'S&P 500 als EUA, on la bona temporada de beneficis i les expectatives de la IA van impulsar de nou el funcionament borsari del país. Va destacar en negatiu el CAC 40 a França, on la inestabilitat política va acabar llastant les accions i l'índex va perdre el 2% només en els tres últims dies del mes després de l'anunci de la moció de confiança.

Un cru estable i un or que continua «brillant». El final dels atacs aeris entre l'Iran i Israel i les diferents negociacions aranzelàries entre Trump i la resta de països van afavorir la reducció de la prima de risc imposada pels inversors sobre el preu del petroli durant una gran part de l'agost. A aquesta circumstància es va afegir la continuïtat de l'ampliació de la producció de cru per part dels països de l'OPEP. Així i tot, el preu del barril de Brent es va estabilitzar i es va negociar entre els 66 i els 68 dòlars. Aquesta tendència es va mantenir durant les primeres sessions del setembre, mentre s'espera la decisió dels països productors sobre possibles nous augments de producció, i tot plegat enmig de les perspectives de la IEA d'excés d'oferta de petroli en els propers trimestres. Per la seva banda, el preu de l'or va assolir un nou màxim (3.500 dòlars l'unça) arran de l'auge de la incertesa dels inversors sobre la inflació, el deute i la disciplina fiscal.

Zona de l'euro: primes de risc

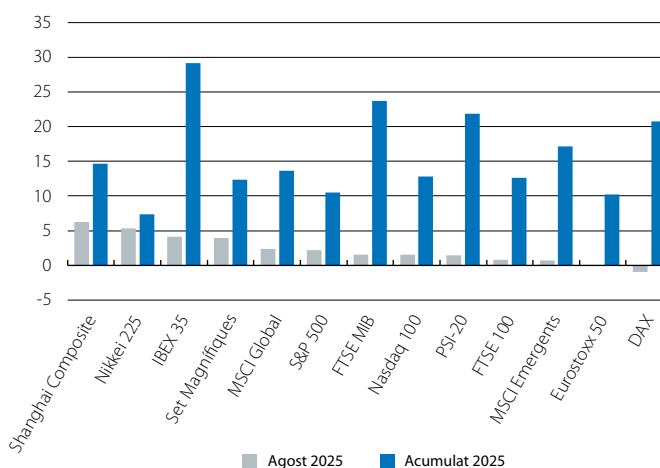
(p. b.)



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

Índexs borsaris

Variació (%)



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

Primeres matèries: preus

Variació (%)

	Mesura	Preu	Variació (%)			
			Últim mes	Durant l'any	2023	2024
Commodities	Índex	103,5	2,8	4,8	-12,6	0,1
Energia	Índex	27,7	-2,6	-6,0	-25,6	-3,9
Brent	\$/barril	67,8	-2,7	-9,1	-10,3	-3,1
Gas natural (Europa)	€/MWh	31,6	-7,0	-35,4	-57,6	51,1
Metalls preciosos	Índex	352,0	7,4	32,2	4,1	19,0
Or	\$/unça	3.542,5	5,0	35,0	13,1	27,2
Metalls industrials	Índex	143,2	2,7	2,1	-13,7	-1,6
Alumini	\$/t	2.619,0	2,1	2,6	0,3	7,0
Coure	\$/t	9.980,5	3,6	13,8	2,2	2,4
Agrícoles	Índex	55,1	3,7	-3,3	-9,3	-8,7
Blat	\$/bushel	513,0	-0,7	-7,0	-20,7	-12,2

Nota: Dades a 3 de setembre.

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

Què hi ha darrere els tipus d'interès del BCE?

El BCE ha completat un cicle monetari, ha deixat enrere els tipus negatius i les mesures no convencionals de l'última dècada i ha endurit amb força la política monetària a partir del 2022. Des del 2024, amb la inflació gradualment sota control, el BCE ha anat distenent els tipus d'interès, fins a tenir una inflació virtualment en l'objectiu (el 2%) i una política monetària en terreny neutral (tipus *depo* al 2,00%).

Durant aquest cicle, el BCE també ha ajustat l'estructura amb la qual guia i implementa la política monetària al llarg de la conjuntura i ho ha fet en dues dimensions: l'estratègia i el marc operatiu.

Estratègia monetària: guia per a una economia volàtil

L'estratègia és el marc que guia les decisions del BCE i es construeix amb una visió de l'entorn econòmic, amb uns objectius de política monetària i amb una funció de reacció que descriu com assolir l'objectiu a partir dels condicionants de l'entorn. L'última vegada que el BCE va revisar la seva estratègia va ser el 2021: ho va fer influenciat per una dècada de baixa inflació i de demanda feble i va concentrar les energies en mesures per lluitar contra la deflació i contra l'amenaça de la *zero lower bound*.¹ Avui l'entorn és clarament diferent, i aquest canvi és evident en l'actualització estratègica 2025 del BCE.

La nova estratègia parteix de la visió que transformacions estructurals com la reordenació geopolítica o el canvi climàtic redunden en un entorn econòmic més incert i volàtil. Per al BCE, això significa que la inflació es pot desviar de l'objectiu de manera més recurrent, persistent i significativa, ja sigui a la baixa, com el 2010-2019, o a l'alça, com el 2021-2024. Així, no n'hi ha prou amb reafirmar els elements clau del marc estratègic ja existent, sinó que cal matisar algunes febleses identificades en els últims anys.

La continuïtat dels pilars clau dona certesa sobre el comportament del BCE. No hi ha canvis ni en l'objectiu d'inflació (el 2%, simètric, a mitjà termini i referenciat a l'IPCH)² ni en la caixa d'eines oficial (tipus d'interès i mesures no convencionals com les compres d'actius, LTRO o *forward guidance*). També es reitera el compromís amb les consideracions climàtiques, en tant que són rellevants per a l'estabilitat dels preus. No obstant això, la nova estratègia presenta una funció de reacció més equilibrada i destaca que el BCE ha de reaccionar a les desviacions de la inflació que siguin persistents i significatives (en temps volàtils, això aconsella una certa tolerància amb les desviacions moderades i no afinar la política monetària al so de l'última dada) i tant si són a la baixa (segons emfatitzava l'estratègia anterior) com a l'alça. En el mateix esperit, el BCE

Revisió estratègica i marc operatiu del BCE: punts principals

Revisió estratègica		Marc operatiu	
Entorn	Més incertesa i volatilitat per canvis estructurals (geopolítica, IA, demografia, canvi climàtic, etc.).	Principis d'implementació	Efectivitat, robustesa, flexibilitat, eficiència i bon funcionament dels mercats financers. Sense detriment de l'objectiu primari (inflació) i dels principis anteriors, facilitar els objectius secundaris (suport a les polítiques econòmiques generals de la UE i, en concret, a la transició verda).
Objectiu d'inflació	2%, simètric i a mitjà termini. Mètrica: IPCH.	Tipus d'interès	Referència principal: tipus <i>depo</i> . Diferencial <i>refi</i> – <i>depo</i> de 15 p. b. (ant.: 50 p. b.), MLF – <i>refi</i> continua en 25 p. b.
Eines	Instrument primari: tipus d'interès. També s'inclouen mesures no convencionals (tipus negatius, QE, <i>forward guidance</i> , etc.), subjectes a una avaluació de proporcionalitat.	Liquiditat	Injectada amb múltiples instruments, però amb un paper clau de les MRO. MRO i LTRO a 3 mesos es mantenen <i>fixed-rate tender</i> i <i>full allotment</i> . S'introduiran operacions estructurals de crèdit a llarg termini i una cartera estructural d'actius per cobrir necessitats de liquiditat per factors autònoms i per requisits de reserves. Sense interferir en la posició de la política monetària. Marc de col·lateral ampli.
Funció de reacció	Respondre a les desviacions grans i sostingudes de l'objectiu, tant a l'alça com a la baixa. Xocs desinflacionistes: risc de <i>zero lower bound</i> . Xocs inflacionistes: risc de no linealitats en preus-salaris.	Reserves	Ràtio de reserves (per determinar els requisits mínims) de l'1% i remuneració del 0% per a reserves mínimes.
Altres que cal tenir en compte	Les implicacions del canvi climàtic per a la política monetària. L'estabilitat financera com a condició necessària per a l'estabilitat dels preus.	Revisió	Última: 2024. Pròxima: 2026 (revisió de paràmetres).
Revisió	Última: 2025. Pròxima: 2030.		

Nota: IPCH, index de preus al consum harmonitzat; LTRO, operacions de refinançament a llarg termini; MLF, facilitat marginal de préstecs; MRO, operacions principals de refinançament; QE, compres d'actius amb finalitats de política monetària.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

1. La *zero lower bound* (o «límit zero» dels tipus d'interès) fa referència a la impossibilitat d'abaixar els tipus per sota del 0% de manera significativa. Vegeu el focus «El cost dels tipus negatius: el cas del Riksbank», a l'IM03/2020.
2. El BCE també va reiterar que desitjaria que l'IPCH incorporés mesures més representatives del cost de l'habitatge. El càlcul de l'IPCH, que depèn d'Eurostat, només inclou lloguers pagats, amb un pes de menys del 6% sobre l'índex total.

introdueix l'agilitat com a característica fonamental de les mesures no convencionals, la qual cosa es podria traduir, en el futur, en la inclusió de «vies d'escapament» en el disseny d'aquestes eines perquè, si l'escenari canvia de forma abrupta (com va passar el 2022), el BCE pugui reconfigurar la política monetària sense patir una retirada indesitjablement lenta de l'estímul.³

Marc operatiu: la transició de la liquiditat

La revisió del marc operatiu és molt més substancial, si més no formalment, ja que, a la pràctica, oficialitza operatives que s'havien imposat per necessitat després de la crisi financera del 2008 (com fixar el *depo* com a tipus d'interès de referència o mantenir el *fixed-rate, full allotment* [FRFA] en les operacions de refinançament).⁴ Així i tot, en el futur, el repte del marc operatiu és: garantir que el drenatge de liquiditat del BCE⁵ no comprometi la implementació de la política monetària. I és que el BCE es vol moure de l'entorn actual, en què hi ha una gran liquiditat, injectada, en el seu moment, pel mateix banc central a través de mesures no convencionals, a un món en què sigui el propi sistema financer el que determini la liquiditat que desitja posseir: és a dir, passar d'un sistema regit per l'oferta de liquiditat del banc central a un sistema conduït per la demanda de liquiditat de les entitats financeres.

La visió és que un sistema basat en la demanda és més eficient (la demanda s'autosatisfà i s'assegura una distribució adequada de la liquiditat) i robust, i, a més a més, es redueix la petjada del banc central als mercats financers.⁶ Per implementar-lo, el BCE farà de les seves operacions de refinançament regulars la principal font de liquiditat directa del banc central (en especial les anomenades MRO, a set dies, però també les LTRO a 3 mesos). A més a més, en els propers anys, el BCE llançarà dos nous instruments per subministrar reserves: operacions estructurals de crèdit a llarg termini i una cartera estructural d'actius. La intenció és que aquests dos instruments no interfereixin en la posició (estímul o restricció) de la política monetària, sinó que, en tractar-se d'instruments a llarg termini, donin estabilitat a les necessitats de liquiditat de les entitats financeres (i no forçar-les a refinançaments continus de grans volums).

El BCE també anticipa que els mercats siguin una font de finançament més rellevant. I això ha influenciat la decisió de reduir el corredor entre els tipus d'interès *refi* (el cost de prendre préstecs del BCE amb les MRO) i *depo* (la remuneració de dipositar liquiditat al BCE). El BCE ha rebaixat aquest diferencial des dels 50 p. b. fins als 15 p. b., amb el doble objectiu de fer més atractius els préstecs MRO (*de facto*, es redueix el *refi* en 35 p. b.) i de reduir la volatilitat dels tipus d'interès interbancaris. Al mateix temps, ha volgut mantenir un corredor

3. El simple fet d'enviar aquest missatge ja és un exemple de via d'escapament, en tant que comunica que el BCE vol poder abandonar ràpidament les mesures no convencionals si l'escenari ho requereix.

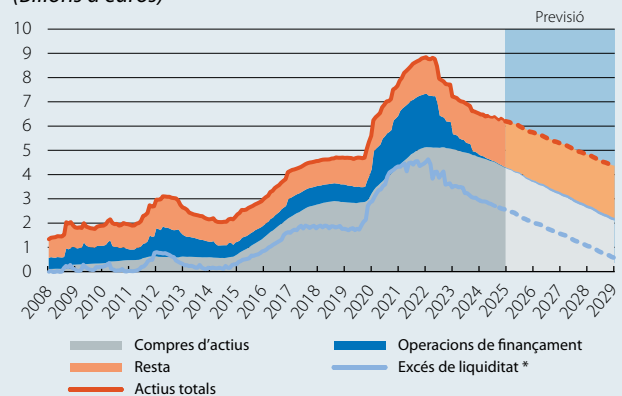
4. *Fixed-rate, full allotment*: tipus d'interès fix, demanda satisfeta; és a dir, al tipus d'interès fix anunciat pel BCE, cada banc obté tanta liquiditat com desitgi.

5. El BCE té en marxa una retirada de la liquiditat en el sistema financer amb el replegament dels programes de compres d'actius i la devolució ja consumada de les TLTRO (préstecs a llarg termini).

6. Vegeu el focus «El BCE, a revisió», a l'IM12/2023.

Balanç del BCE: actius totals

(Bilions d'euros)

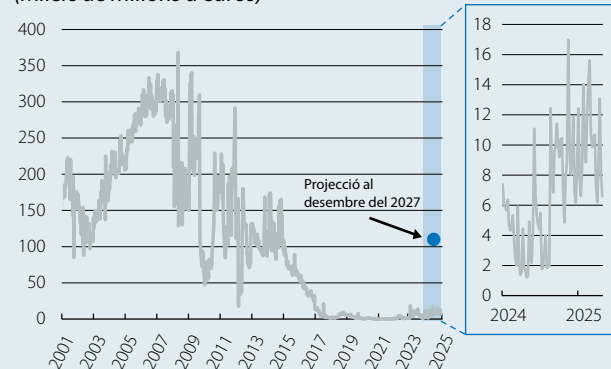


Nota: * Dipòsits en la facilitat de dipòsits més excés de reserves menys ús de la facilitat marginal de crèdit.

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

Ús de les operacions MRO del BCE per part dels bancs europeus

(Milers de milions d'euros)



Nota: La projecció al desembre del 2027 correspon a l'expectativa mitjana del Survey of Monetary Analysts (MRO + LTRO 3 mesos).

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

entre el *refi* i el *depo* que sigui prou ample per preservar els incentius a prestar i a demanar prestat als mercats.⁷ Així i tot, la transició serà gradual, atès que el drenatge de liquiditat del BCE avança a poc a poc⁸ (vegeu el segon gràfic) i la reactivació de la demanda de nova liquiditat encara és incipient (vegeu el tercer gràfic).

En conjunt, aquests canvis d'estratègia i d'operativa demostren que el BCE ha viscut un cicle exigent i n'ha pres nota i que s'ha dotat de més eficiència i flexibilitat per bregar amb un entorn que amenaça amb xocs de naturalesa molt diferent (des de perturbacions d'oferta i escenaris d'estagflació a caigudes de la demanda i el risc de la *zero lower bound*).

7. Les entitats que presten poden obtenir una remuneració superior al *depo*, i les que reben prestat paguen un cost inferior al *refi*.

8. Ho fa de manera passiva, amb la no reinversió del principal dels actius adquirits fa anys sota els programes de compres APP i PEPP i que, ara, vencen de forma progressiva.

Tipus d'interès (%)

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-210,0
Euríbor 3 mesos	2,06	2,01	5	-65,3	-142,9
Euríbor 12 mesos	2,12	2,13	-1	-34,1	-96,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	1,90	1,88	2	-34,2	-92,4
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	1,94	1,96	-2	-14,2	-45,1
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,72	2,70	3	35,7	42,5
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,33	3,28	6	26,9	19,7
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,18	3,12	6	33,2	26,9
EUA					
Fed funds (límit inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 mesos	4,17	4,30	-13	-13,4	-84,6
Deute públic a 1 any	3,83	4,09	-26	-30,9	-56,9
Deute públic a 2 anys	3,62	3,96	-34	-62,5	-30,0
Deute públic a 10 anys	4,23	4,37	-15	-34,1	32,5

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	55	54	2	-2,3	2,9
Itraxx Financer Sènior	59	56	3	-4,3	-0,9
Itraxx Financer Subordinat	101	96	5	-11,3	-6,5

Tipus de canvi

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,17	1,14	2,4	12,9	5,8
EUR/JPY (iens per euro)	171,9	172,1	-0,1	5,6	6,4
EUR/GBP (lliures per euro)	0,87	0,86	0,1	4,6	2,9
USD/JPY (iens per dòlar)	147,1	150,8	-2,5	-6,5	0,6

Primeres matèries

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	554,89	562,11	-1,3	3,4	3,5
Brent (\$/barril)	68,12	72,53	-6,1	-8,7	-13,6
Or (\$/unça)	3.447,95	3.289,93	4,8	31,4	37,7

Renda variable

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	6.460	6.339	1,9	9,8	14,4
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	5.352	5.320	0,6	9,3	7,9
Ibex 35 (Espanya)	14.936	14.397	3,7	28,8	31,0
PSI 20 (Portugal)	7.760	7.712	0,6	21,7	14,8
Nikkei 225 (Japó)	42.718	41.070	4,0	7,1	10,5
MSCI emergents	1.258	1.243	1,2	17,0	14,4

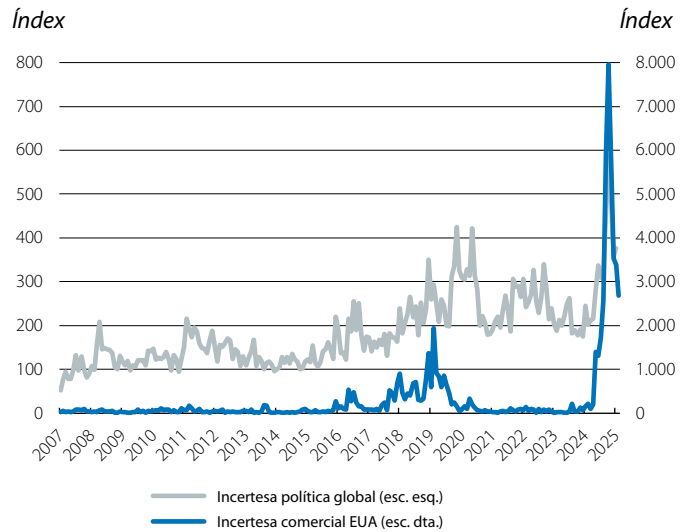
L'economia internacional resisteix l'estiu

Una economia mundial resilient, amb menys incertesa però més aranzels. L'economia ha tornat de l'estiu amb indicadors d'activitat resilents (PMI compost a nivell mundial de 52,9 punts a l'agost, màxim de 15 mesos) i amb una reducció de la incertesa sobre les relacions comercials a curt termini. Els EUA i la UE van assolir un acord pel qual s'estableix un aranzel general del 15% sobre les exportacions de béns de la UE cap als EUA, que inclou els cotxes, els semiconductors i els fàrmacs, així com el tractament preferencial d'un seguit de productes estratègics i el compromís de compres i d'inversions per part europea en indústries clau dels EUA. El Japó també va acordar amb els EUA un aranzel del 15%, mentre que els EUA i la Xina van prolongar la treva i continuen negociant, amb una nova data límit al novembre vinent. En el cas d'altres economies, els EUA van imposar aranzels més severos, en especial al Brasil i a l'Índia (el 50%) i a Suïssa (el 39%). A més a més, els EUA van eliminar l'exempció als *minimis* (productes amb valor inferior a 800 dòlars) a tots els països i va fixar un aranzel del 50% al sucre. Tot això deixa un aranzel mitjà efectiu aplicat pels EUA pròxim al 17% (màxim des del 1934 i que contrasta amb la taxa del 3% o inferior que ha prevalgut en els 50 últims anys).

Les fonts d'incertesa no desapareixen. No solament hi ha importants negociacions comercials pendents, sinó que la incertesa persisteix també sobre fins a quin punt seran duradors els acords ja assolits, a més de les incerteses legals (el Tribunal d'Apel·lació dels EUA ha declarat il·legals els aranzels bilaterals generals, establerts amb la IEEPA, tot i que continuen vigents, com a mínim, fins al 14 d'octubre, i el cas s'eleva, probablement, al Tribunal Suprem). Així mateix, també hi ha incertesa sobre l'impacte macroeconòmic dels aranzels, des de la seva transmissió al llarg de les cadenes globals i domèstiques de producció i de formació de preus fins a les possibles reconfiguracions mundials dels fluxos comercials. D'altra banda, la política manté més fonts d'incertesa a Europa. En les últimes setmanes, França ha patit un tensionament de la prima de risc, arran de la possible caiguda del Govern de François Bayrou, i una correcció més lenta dels comptes públics: el 2024, el dèficit públic va ser del 5,8%, el més alt de la zona de l'euro, i el deute públic, del 113%, és el tercer més alt de la zona de l'euro (per darrere de Grècia i d'Itàlia), gairebé en el mateix nivell que el 2020 i 15 p. p. per damunt del 2019.

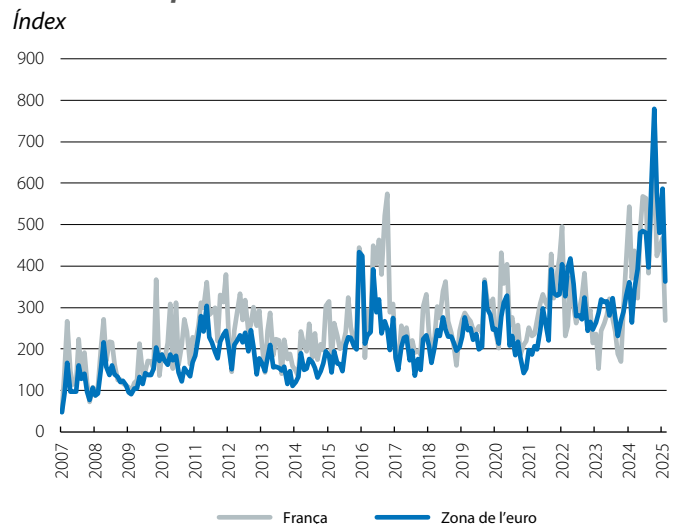
Efectes rebot en el PIB. Les dades del 2T mostren la reversió dels «efectes anticipació» propiciats per l'entrada en vigor dels aranzels dels EUA. Després d'un 1T en què l'auge importador anticipatori va fer caure el PIB dels EUA i va esperonar les exportacions de les altres grans economies, en el 2T, el PIB nord-americà va rebotar el 0,8% intertrimestral, amb una forta contribució positiva del sector exterior però amb una composició mixta: caiguda molt notable de les importacions, lleuger descens de les exportacions i un consum i una inversió privats avançant menys de l'habitual. Aquests vaivens del comerç internacional amb els EUA van pesar sobre les exportacions xineses en el 2T, tot i que l'economia ho va compensar amb més exportacions cap a països ASEAN i cap a altres economies i el PIB de la Xina va mantenir un avanç sòlid en el 2T (el +1,1% intertrimestral, el +5,2% interanual). A la zona de l'euro, el PIB es va desaccelerar fins al 0,1% intertrimestral (el +0,6% del 1T,

Incertesa econòmica



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de www.policyuncertainty.com.

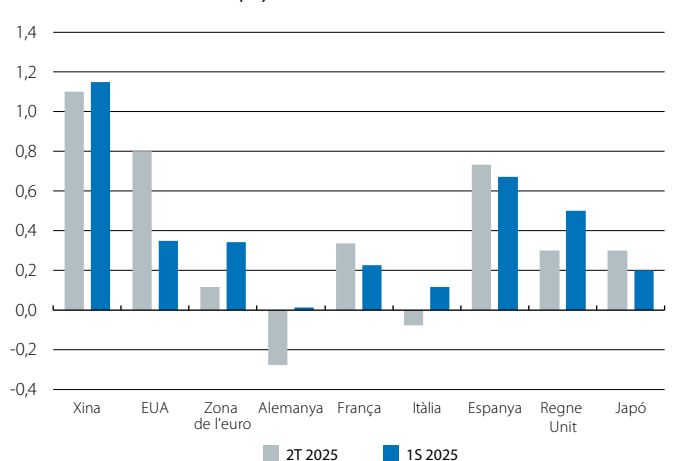
Incertesa de política econòmica



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de www.policyuncertainty.com.

Principals economies: PIB

Variació intertrimestral (%)



Nota: 1S 2025 és la variació intertrimestral mitjana del 1T 2025 i del 2T 2025.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina d'Estadística de la Xina, del Bureau of Labor Statistics, d'Eurostat, de l'ONS i de l'Oficina d'Estadística del Japó.

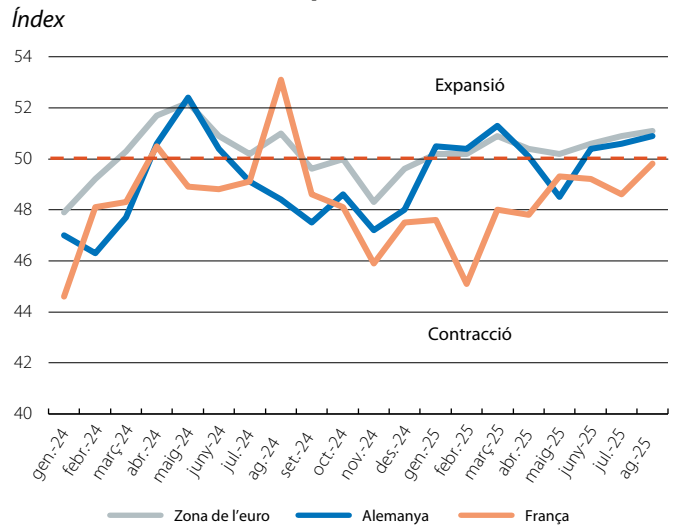
que quedava en el +0,3% sense Irlanda), llastat pel sector exterior, tot i que la resiliència de la demanda domèstica dibuixa una certa dinàmica positiva de fons (en un context en què la taxa d'atur va baixar a un mínim del 6,2% al juliol). Per països, Alemanya i Itàlia van caure (el -0,3% i el -0,1%, respectivament, en el 2T vs. el +0,3% de tots dos en el 1T) i França va accelerar per l'acumulació d'inventaris (el +0,3% en el 2T vs. el +0,1% en el 1T).

Indicis de millora en l'activitat europea del 3T. En els propers mesos, la zona de l'euro afronta el repte d'adaptar-se a unes condicions comercials amb els EUA clarament menys favorables que les existents abans del 2025, tot i que l'estímul fiscal que es desplegarà en els propers anys (pla ReArmUE i pla d'infraestructures a Alemanya) podria mitigar una part de l'impacte del nou panorama comercial. En aquest sentit, els últims indicadors de confiança empresarial mostren alguna millora, en un escenari d'expansió modesta de l'activitat. En concret, el PMI compost de la regió va pujar prop de 0,5 punts entre el juliol i l'agost i va assolir els 51,0 punts, un nivell que no deixa d'apuntar a un creixement modest però que representa un màxim des de mitjan 2024. A més a més, la millora va ser generalitzada entre les grans economies i tant en serveis com, en especial, en manufactures (a l'agost, el PMI manufacturer [50,7] va tornar a terreny expansiu per primera vegada des del juny del 2022). En el conjunt del juliol i l'agost, també va millorar l'índex de sentiment econòmic, malgrat que, igual que la confiança del consumidor, va continuar en nivells relativament anèmics.

Senyals d'un mercat laboral nord-americà no tan robust. El gros dels indicadors d'activitat als EUA apunta a un PIB dinàmic en el 3T (*trackers* de les Fed de Nova York i d'Atlanta en el 0,6%-0,7% inter-trimestral), però la dada més destacada al llarg de l'estiu va ser la creació d'ocupació. En concret, el mercat laboral va crear 51.000 nous llocs de treball mensuals en la mitjana del juliol i agost (vs. els 127.000 de mitjana dels 12 mesos anteriors), i, a més a més, la revisió estadística de la sèrie va mostrar una creació de tot just 6.000 en el conjunt del maig i juny (vs. els 291.000 estimats inicialment). El contrast entre la pèrdua de dinamisme en la creació d'ocupació i una taxa d'atur relativament estable en el 4% suggereix que el mercat laboral es podria estar refredant tant pel costat de la demanda com pel de l'oferta, una reflexió que va fer el president de la Fed, Jerome Powell, al simposi anual de Jackson Hole, i després de la qual va obrir la porta a un descens de tipus al setembre (vegeu la conjuntura de [Mercats financers](#)).

La inflació divergeix entre les dues bandes de l'Atlàntic. A la zona de l'euro, la inflació general va ser del 2,1% interanual a l'agost, virtualment en l'objectiu del 2% del BCE. Malgrat que la inflació nucli, que exclou l'energia i els aliments, es va mantenir en el 2,3% interanual, rere aquesta estabilitat hi ha una inflació baixa dels béns industrials no energètics (el 0,8%) i uns serveis que es desacceleren de manera lenta però sostinguda (amb el 3,1% a l'agost, van marcar un mínim des de l'abril del 2022). En canvi, als EUA, les pressions inflacionistes continuen encallades prop del 3%, amb un IPC general que va avançar el 2,7% interanual al juliol i amb una inflació nucli que es va accelerar fins al 3,0% (el registre més alt des del febrer). Així i tot, aquestes xifres suggereixen que l'impacte dels aranzels sobre els preus finals al consum ha estat, fins al moment, modest, amb pressions contingudes sobre les partides que s'haurien de veure més afectades (equipaments electrònics, tèxtil, etc.).

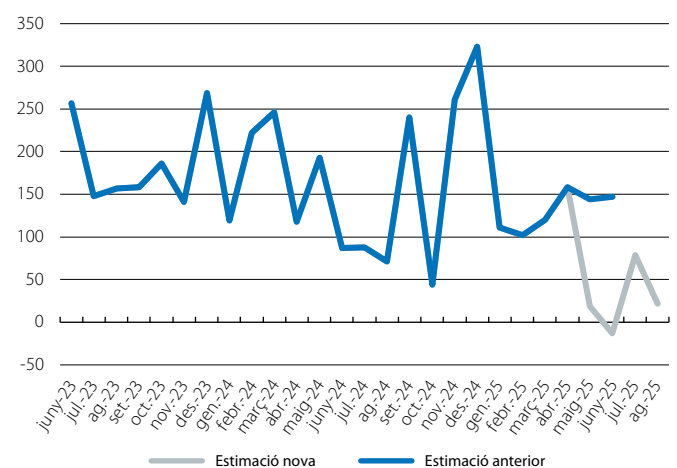
Zona de l'euro: PMI compost



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

EUA: ocupació

Variació mensual (milers)

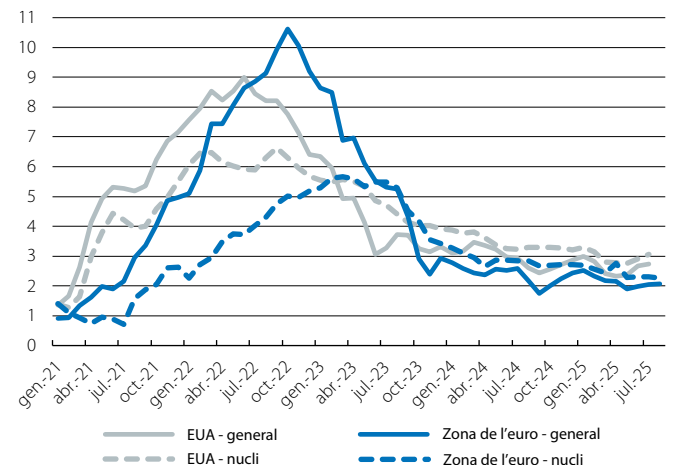


Nota: Exclou el sector agrícola.

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

Economies avançades: IPC

Variació interanual (%)



Nota: La inflació nucli exclou l'energia i tots els aliments.

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

El 5% del PIB en defensa: per què?, amb quina finalitat?, és factible?

La cimera de l'OTAN celebrada a la Haia el 24 i el 25 de juny es va tancar amb el compromís dels seus membres d'augmentar la despesa en defensa fins al 5% del PIB el 2035. El mercat de la defensa és un monopsoni natural en què la demanda està dominada pels governs, motiu pel qual aquests compromisos tenen una lectura immediata per als comptes públics, més en un context global d'estretors fiscals com l'actual.¹ A Europa, a més a més, coincideix amb la voluntat de donar un impuls competitiu a la seva economia sobre les bases de l'informe Draghi,² de manera que sorgeix una forta competència per recursos per a altres àrees estratègiques, com la doble transició verda i digital. Intentem aquí entendre els motius que hi ha rere el compromís de l'OTAN, explicar quins objectius es persegueixen i fins a quin nivell és raonable esperar que la UE incrementi la despesa en defensa en els propers anys.

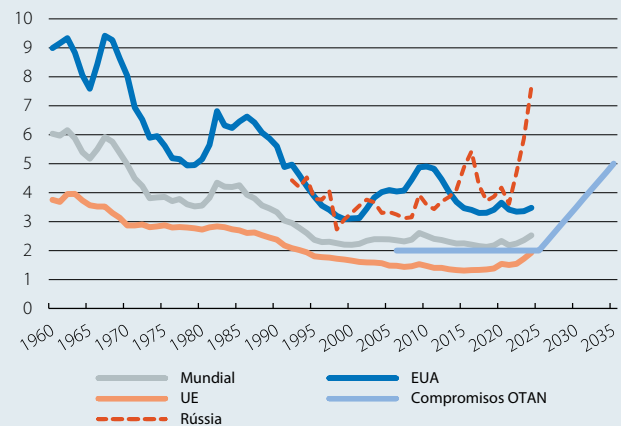
Per què?

L'establiment de compromisos de despesa en defensa no és nou dins l'OTAN, i, des de la cimera de Riga del 2006, s'ha tingut de referència el 2% del PIB, objectiu que es va reforçar a la cimera de Gal·les del 2014 després de la invasió russa de Crimea. Les crítiques dels EUA a l'incompliment sistemàtic d'aquests objectius per part dels socis europeus no han estat un element exclusiu de les Administracions Trump, ja que també van ressonar amb Obama i amb Biden a la Casa Blanca, i les dades els donen la raó (vegeu el primer gràfic). Un altre element estructural és l'esment a l'amenaça que representa Rússia per a la seguretat euroatlàntica, materialitzada ara en la invasió d'Ucraïna des del 2022 i que ha comportat un salt sense precedents en la seva despesa militar i en la seva transformació en una «economia de guerra». No obstant això, sota les condicions actuals –sense una participació directa dels membres de l'OTAN en un conflicte bèl·lic–, cap d'aquests factors obliga per si mateix a incrementar el compromís al 5% del PIB, una xifra que els EUA van mantenir per última vegada en els últims anys de la Guerra Freda i globalment en la dècada dels seixanta del segle passat. Així, la justificació més raonable caldria buscar-la en la voluntat de disposar d'una major potència dissuasiva en un escenari geopolític més polaritzat i en què els membres de l'OTAN han anat perdent pes de forma progressiva en l'economia mundial i, per tant, en la despesa absoluta en defensa a nivell global (del 75% fa 30 anys al 55% actual). En canvi, la suma de la Xina, l'Índia i Rússia no ha deixat d'augmentar i avui supera el 20% del total (vegeu el segon gràfic).

Amb quina finalitat?

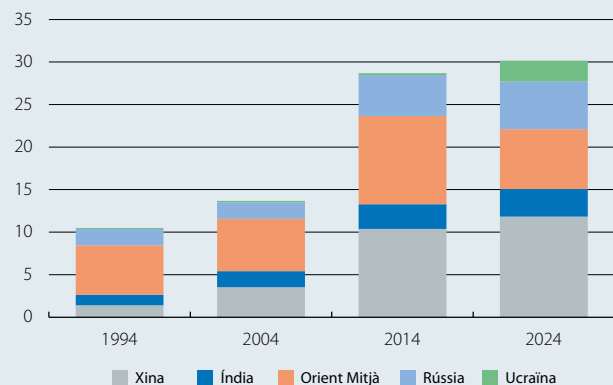
El nou compromís de l'OTAN per al 2035 es distribueix entre el 3,5% del PIB per cobrir necessitats i capacitats essencials de defensa –principalment equipament i personal–, inclòs

Despesa global en defensa i compromisos OTAN (% del PIB)



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

Despesa en defensa fora de l'OTAN: països seleccionats (% del total mundial)



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

per a la seva mobilització, i l'1,5% per protegir infraestructures crítiques, per incrementar la resiliència civil i digital, per fomentar la innovació i per enfortir la base industrial. Així, el primer component és el que busca assegurar una resposta més ràpida a curt termini davant les amenaces i les agressions convencionals, i el segon és el que permetria dotar els països membres d'una capa autònoma de seguretat més sòlida i d'ampli espectre. El compliment d'aquests objectius té, sens dubte, un factor d'impuls en un major volum de recursos emprats, però les consideracions qualitatives són tant o més rellevants.³ En aquest sentit, l'OTAN ha recalcat la importància d'un enfocament sistemàtic cooperatiu i coordinat, amb uns estàndards i amb una contractació pública conjunta que facilitin la interoperabilitat i la intercanviabilitat d'equipament i d'armament, i una cadena de subministrament més segura per a la provisió de materials crítics a la

1. Vegeu el Focus «Els límits del deute», a l'IM01/2025.

2. Vegeu els Focus «Draghi proposa una política industrial europea com a motor davant els reptes de les properes dècades», a l'IM10/2024, i «Acceleració en el canvi de les prioritats polítiques de la UE», a l'IM04/2025.

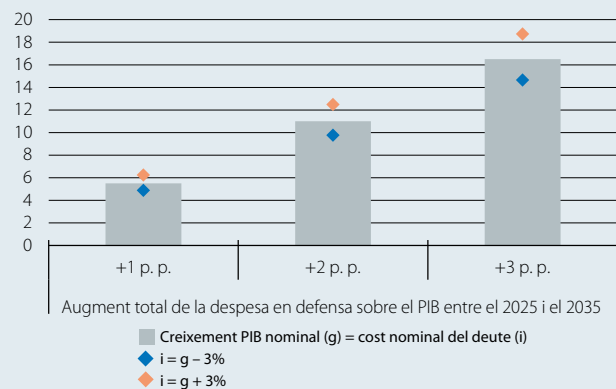
3. Carnegie Endowment (2025), «Taking the pulse: does meeting the 5 percent of GDP target enable Europe to confront the Russian threat?».

indústria de defensa.⁴ Les institucions europees han realitzat aquest mateix diagnòstic en els últims anys⁵ i han presentat, tal com ho va destacar l'informe Draghi, tres febleses especialment importants del sector de la defensa en relació amb els EUA: la fragmentació del mercat interior –que afecta tant la indústria com la governança–, l'elevada dependència exterior i el baix percentatge de despesa en recerca, desenvolupament i innovació.

És factible?

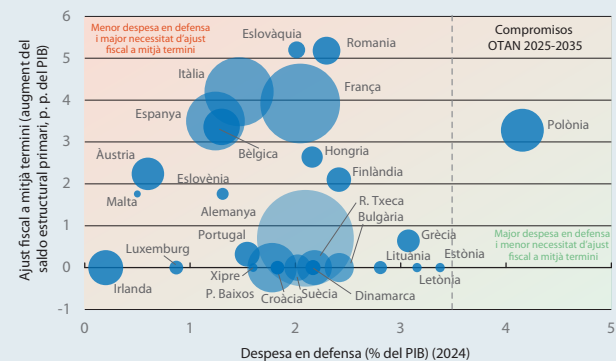
A la UE, les diferents iniciatives plantejades per la Comissió Europea per finançar l'expansió de la despesa en defensa deixen el gros de l'esforç fiscal en mans dels Estats membres. D'una banda, les primeres mesures presentades al març i ja referendades pel Consell, que inclouen un nou instrument de préstecs per valor de 150.000 milions d'euros (SAFE) per afavorir les compres conjuntes i la possibilitat de desviar-se de la regla de despesa en els quatre propers anys fins a l'1,5% del PIB, han suscitat poc entusiasme entre els països membres amb un espai fiscal limitat. Aquestes mesures no esmorteixen l'impacte significatiu que tindran els nous compromisos de defensa, bé sobre el deute públic (vegeu alguns escenaris al tercer gràfic),⁶ amb riscos de pressionar a l'alça el cost del finançament sobirà, bé sobre els ajustos addicionals sobre els ja requerits pels plans fiscals a mitjà termini (vegeu el quart gràfic),⁷ amb implicacions potencials sobre el creixement i sobre la distribució de la renda en funció del valor dels diferents multiplicadors fiscals i sobre quins impostos i/o sobre quines partides de despesa es concentren les mesures compensatòries.⁸ De fet, en aquest context, Espanya, França i Itàlia no han sol·licitat l'activació de la clàusula d'escapament i han reduït de manera significativa l'abast d'aquesta mesura a uns 200-300.000 milions d'euros en relació amb els 600.000 milions estimats inicialment. De l'altra, sembla que l'apetència dels anomenats «països frugals» per impulsar un nou programa de despesa amb emissions conjuntes de deute a l'estil dels fons NGEU s'ha acabat diluint amb el pas dels mesos, ja que han prioritzat l'impuls de les seves propostes nacionals –com en el cas d'Alemanya–, al mateix temps que l'augment proposat per la Comissió Europea per al pròxim cicle

Augment de la despesa en defensa: impacte sobre la ràtio de deute públic sobre el PIB (p.p.)



Nota: Assumim un augment anual progressiu de la despesa en defensa entre el 2025 i el 2035.
Font: CaixaBank Research.

Despesa actual en defensa i ajust fiscal previst a mitjà termini als països de la UE



Notes: Ajust fiscal total durant el període dels plans fiscals estructurals a mitjà termini (4 anys o 7 anys amb extensió). La dimensió dels cercles és proporcional al PIB nominal en euros del 2024. Dades del 2023 d'Eurostat per a països no OTAN (Àustria, Xipre, Irlanda i Malta).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OTAN, d'Eurostat i de la Comissió Europea.

pressupostari⁹ empal·lideix davant la magnitud dels compromisos assolits a l'OTAN.

A hores d'ara, en l'actual escenari geopolític, es poden entendre les motivacions de voler augmentar la despesa en defensa per damunt dels nivells actuals. També que hi ha aspectes que s'han de reforçar en la contractació pública i a la indústria de defensa europea per poder afrontar amb garanties els reptes emergents. No obstant això, l'aspiració del 5% del PIB és, sens dubte, molt ambiciosa. Si es pren com a referència el 3%-3,5%, aquesta xifra ja comportaria compensar en 10 anys el dèficit de despesa en defensa acumulat pels governs europeus en les últimes dècades, un esforç considerable. La factura fiscal es podria reduir amb una identificació precisa de les prioritats crítiques, amb una millor coordinació per reduir costos i per evitar duplicitats, i amb el foment de sinergies amb el sector privat en matèria innovadora, la qual cosa permetria avançar també en altres àrees estratègiques per elevar el creixement potencial de l'economia europea.

David Martínez Turégano

9. Vegeu el Focus «Pressupost 2028-2034 per a la UE: missió impossible?», en aquest mateix Informe Mensual.

4. OTAN (2024), «NATO industrial capacity expansion pledge», i OTAN (2024), «Defence-critical supply chain security roadmap».

5. EEAS (2022), «A strategic compass for security and defence»; Comissió Europea (2022), «Defence Investment Gaps Analysis and Way Forward», i Comissió Europea (2025), «White Paper for European defence - Readiness 2030».

6. Els escenaris del tercer gràfic recullen l'increment de deute públic derivat exclusivament d'un augment de diferent quantia en la despesa en defensa (1 punt, 2 punts o 3 punts del PIB entre el 2025 i el 2035, repartits de manera proporcional en cadascun dels 10 propers anys), i, en cada cas, la sensibilitat a un diferencial negatiu, neutral o positiu entre el creixement nominal del PIB i el cost nominal del deute públic. Assumim que l'increment de la despesa en defensa no es compensa amb uns impostos més elevats o amb la reducció de la despesa en altres partides.

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

8. Sobre els multiplicadors fiscals, es pot consultar Sheremirov, V. i Spirovska, S. (2022), «Fiscal multipliers in advanced and developing countries: Evidence from military spending», Journal of Public Economics.

Pressupost 2028-2034 per a la UE: missió impossible?

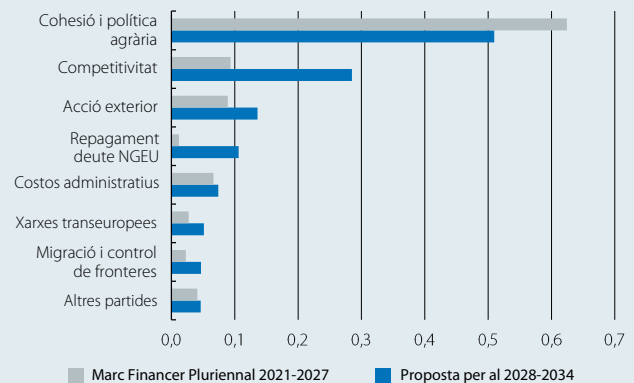
La Comissió Europea va presentar el passat 16 de juliol la seva proposta per al pressupost comunitari 2028-2034 i va obrir una negociació amb el Consell i amb el Parlament Europeu que es pot estendre fins al final del 2027. Amb la finalitat de dotar la UE d'una genuïna autonomia estratègica, el pròxim pressupost hauria de perseguir dos grans objectius: revitalitzar la competitivitat europea –seguint les línies marcades per l'informe Draghi– i afrontar els desafiaments de la geopolítica mundial, inclosos el major proteccionisme comercial i els compromisos adquirits dins l'OTAN. L'assoliment d'aquests objectius requerirà d'ingents recursos, la capacitat de mobilització dels quals al costat privat està per veure, i, al costat públic, sembla que recaurà sobre els pressupostos nacionals, que compten, d'entrada, amb pocs graus de llibertat. Tot un exercici d'equilibrisme.

Un cicle amb noves prioritats

La proposta de la Comissió per al pròxim pressupost (Marc Financer Pluriennal, en la terminologia de Brussel·les) situa el volum total de recursos prop dels 2 bilions d'euros nominals, la qual cosa representa una mitjana anual equivalent a l'1,3% del PIB de la UE esperat entre el 2028 i el 2034.¹ Aquesta xifra representa un salt quantitatiu en relació amb el pressupost anterior, que ascendia a una mica més d'1,2 bilions d'euros (l'1% del PIB nominal mitjà del 2021-2027), tot i que llavors estava reforçat pels 800 mil milions d'euros (mm) dels fons NGEU, dels quals ara el repagament del deute conjunt emès per al seu finançament absorbiria 168 mm. A més a més, en nom de la simplicitat i de la flexibilitat, la proposta comporta una reducció del nombre d'àrees temàtiques i de programes comunitaris, així com canvis en la seva instrumentació, que faciliten la reassignació de fons en funció de les necessitats i inclouen una transformació dels fons estructurals (cohesió social i territorial i política agrària) en la direcció marcada pels fons NGEU.

L'orientació dels fons també es modifica de forma substancial, responnent a la revisió de les prioritats estratègiques (vegeu el primer gràfic). Entre les principals novetats, es contempla la creació d'un Fons de Competitivitat, amb una dotació de 409 mm, que es converteix en el principal vehicle del pressupost comunitari per impulsar l'agenda d'inversions de l'informe Draghi.² Els principals destinataris són l'impuls a la innovació a través del programa Horizon (175 mm) i la indústria de defensa i espacial (131 mm), tots dos amb un increment notable en relació amb el cicle 2021-2027, mentre que la resta es destinarà a la transició neta, al lideratge digital i a diferents àrees de la bioeconomia. Aquests fons es complementen amb un major pressupost per a la facilitat *Connecting Europe*, destinada a les

Principals partides del pressupost de la UE (% del PIB anual)



Notes: En termes nominals sobre el PIB mitjà de cada període. Compromisos inicials aprovats pel Consell per al període 2021-2027 (exclusos els NGEU) i proposta de la Comissió Europea per al 2028-2034.

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

xarxes transeuropees de transport (inclosa la mobilitat militar) i energia (81 mm en total).

Pel que fa a altres àrees estratègiques, destaca el notable increment de recursos per a la cooperació internacional i per al suport als països candidats a la UE. Així, l'instrument *Global Europe* es reforça fins als 200 mm, i es proposen dues línies de finançament fora del pressupost destinades a cobrir les necessitats vinculades a la guerra a Ucraïna i a la futura reconstrucció del país (per un total de 131 mm). Al mateix temps, augmenten els fons per a la gestió migratòria, per a l'asil i per al control de fronteres (fins als 74 mm). Finalment, amb la gestió d'emergències, com la COVID-19, la proposta de la Comissió inclou un nou mecanisme transitori de préstecs dotat amb 395 mm –també fora del pressupost– per a potencials crisis futures, que complementaria altres fons de la UE destinats a incrementar la resiliència en matèria sanitària i de protecció civil.

L'etern dilema del finançament

El nou Fons de Competitivitat representa un pas endavant per palanquejar un canvi estructural de l'economia europea, però és previsible que el seu impacte sigui limitat sense una plena Unió d'Estalvi i Inversions que mobilitzi el capital privat necessari. Això serà especialment rellevant per finançar projectes innovadors que impulsin la transformació digital i condueixin a guanys de productivitat i per donar suport a la transició verda amb la conformació d'una indústria europea de tecnologies netes. D'altra banda, sembla que l'esforç comunitari proposat en algunes àrees, sobretot en defensa, queda lluny dels dèficits inversors actuals i dels compromisos assolits, la qual cosa suggereix que l'aportació pública haurà de venir, en gran part, d'uns pressupostos nacionals ja força estressats a la majoria de països membres (vegeu el Focus «El 5% del PIB en defensa: per què?, amb quina finalitat?, és factible?», en aquest mateix Informe Mensual).

1. Comissió Europea (2025), «The 2028-2034 EU budget for a stronger Europe».

2. Vegeu el Focus «Acceleració en el canvi de les prioritats polítiques de la UE», a l'IM04/2025.

Com en cicles pressupostaris anteriors, el debat sobre el finançament serà intens fins a la seva aprovació. Davant les posicions que reclamen l'extensió del model utilitzat per als fons NGEU, amb deute mancomunat i transferències no reemborsables, un altre conjunt de països mostra les habituals reticències, reforçades ara perquè la factura d'aquestes emissions absorbirà el 8% del total del pressupost comunitari (24 mm cada any). En definitiva, tot i que l'espai fiscal comú és més ampli que l'individual, amb els conseqüents guanys en termes de cost de finançament, les finances públiques europees parteixen d'un nivell d'endeutament relativament elevat (el 87% del PIB el 2024).³ En aquest context, la proposta de la Comissió contempla la possibilitat de recórrer a emissions conjuntes (fins a 690 mm, un volum una mica inferior a l'NGEU), però només per afrontar determinades contingències (com l'esmentat nou mecanisme de crisi) o per concedir préstecs (ja sigui a Estats membres o a candidats, com el cas d'Ucraïna).

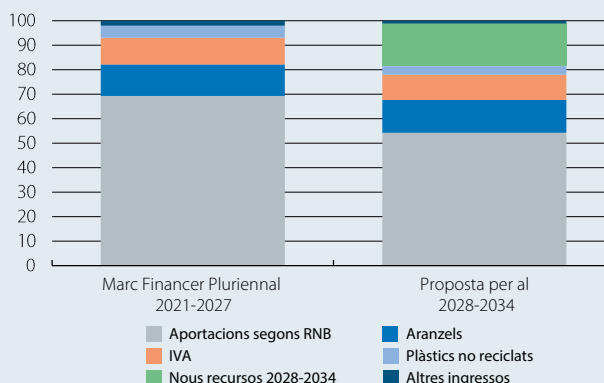
Un altre element destacable és la proposta d'incrementar els recursos propis en uns 350 mm per al conjunt del període de 2028-2034, que passarien a representar prop del 20% del total d'ingressos previstos (vegeu el segon gràfic). Aquests recursos provindrien de diferents fonts, inclosos el sistema de comerç d'emissions (MTS) i el mecanisme d'ajust en frontera per carboni (CBAM), així com nous impostos sobre els residus d'aparells elèctrics i electrònics no reciclats, el tabac i una contribució empresarial fixa en funció del nivell de facturació. Alguns d'aquests nous recursos ja van ser proposats el 2020 per a l'actual cicle pressupostari i no van ser adoptats.

Cohesió i transició verda, claus en la negociació política

Pel que fa als fons de cohesió i a la política agrària (inclosos de forma àmplia el medi ambient i la transició climàtica), algunes veus assenyalen que és en aquestes partides on més s'han reflectit les cotilles fiscals i les noves prioritats estratègiques de la UE. Així, els recursos nominals per a aquestes polítiques es mantindrien estables en relació amb el que s'havia compromès per al 2021-2027 (al voltant de 800 mm), però regularien com a percentatge del total del pressupost (del 64% al 40%) i en relació amb el PIB (del 0,6% al 0,5% anual, com s'observa al primer gràfic). Aquest descens contrasta amb l'estancament dels 15 últims anys en la convergència entre regions europees, que mantenen una bretxa notable entre les més desenvolupades del nord-oest i les de menor renda *per capita* a l'est, encara amb àmplies zones rurals i amb rellevància del sector agrícola.⁴ A més a més, una possible ampliació de la UE, encapçalada per Ucraïna, reforçaria aquest diagnòstic.

A aquest canvi quantitatiu en els fons estructurals s'afegeix també la proposta per a un ajust significatiu en la

Fonts de finançament del pressupost de la UE (% del total d'ingressos)



Notes: La renda nacional bruta (RNB) és equivalent a la suma del PIB i del saldo exterior de les rendes del treball i del capital. Els recursos propis per aranzels inclouen també els impostos agrícoles.

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

seva governança. Seguint el disseny dels fons NGEU, la Comissió contempla l'elaboració de Plans Nacionals i Regionals de Cooperació (PNRC), en què s'aglutinin els programes de reformes i d'inversions de cada Estat membre, i el compliment dels quals donaria accés als recursos assignats en el pressupost comunitari. Les crítiques sobre el paper que tindran els Governos locals i regionals en aquest nou esquema anticipen que aquest serà també un element central de l'embrionari debat polític. Un altre element que s'heretaria de l'NGEU seria la disponibilitat de préstecs per executar les mesures contingudes als PNRC. La Comissió proposa un total de 150 mm, que potencialment podrien incrementar els recursos totals per a cohesió i per a política agrària a nivells equivalents als actuals, amb la diferència, això sí, que aquests préstecs incrementarien el nivell de deute públic nacional, mentre que el pressupost comunitari recull en essència transferències a fons perdut entre Estats membres.

Finalment, però no menys important, la cerca de suports al Parlament Europeu i de consens al Consell tindrà també com a ingredient fonamental l'aparent gir de la nova Comissió en matèria mediambiental i d'agenda climàtica. Les crítiques assenyalen que, malgrat que la proposta manté un objectiu del 35% de despesa comunitària en aquestes àrees, es perd el seguiment dels compromisos establerts al Pacte Verd Europeu, i sembla que el contingut de les mesures està cada vegada més subordinat a l'impuls competitiu, amb major èmfasi a donar suport a la descarbonització industrial i menys a l'agricultura sostenible i a la biodiversitat.

Sens dubte, la negociació del pròxim pressupost posarà de nou a prova l'estat de salut del projecte europeu, del qual dependrà la nostra autonomia estratègica per abordar els reptes geopolítics que continuaran arribant de l'exterior.

David Martínez Turégano

3. Inclou el 82% del PIB de deute nacional dels Estats membres i el 5% del PIB de deute mancomunat.

4. Comissió Europea (2024), «Ninth report on economic, social and territorial cohesion».

Funcionen els aranzels com a eina de recaptació fiscal als EUA?

L'ús d'aranzels està sent una peça central de la política econòmica de l'Administració Trump. Amb aquesta estratègia, la Casa Blanca ha declarat que persegueix tres objectius principals: protegir les indústries nacionals i repatriar la manufactura cap a sòl nord-americà (incloent l'enfortiment de la independència econòmica en sectors estratègics), corregir el dèficit comercial i augmentar la recaptació per finançar una part del creixent dèficit fiscal. No obstant això, aquests objectius són difícilment reconciliables entre si. És difícil frenar les importacions per defensar la producció local i, alhora, dependre d'elles com a font d'ingressos fiscals. De fet, com més èxit tingui la política comercial a l'hora de restringir les importacions, menor serà la base de recaptació que es pugui esperar. Aquesta tensió de base planteja dubtes sobre la potència recaptatòria dels aranzels, i és justament en aquest punt on centrem l'anàlisi d'aquest article.

Aranzel efectiu: del 2% al 15%... a quin nivell?

A data d'agost del 2025, estímem que l'aranzel efectiu mitjà aplicat pels EUA se situa al voltant del 17%. Això representa un augment de 2 p. p. en relació amb la nostra estimació del juny¹ i de 15 punts des del començament d'enguany. Aquest nivell reflecteix l'acumulació de mesures adoptades entre el febrer i el juny: l'aranzel universal del 10%, el 50% sobre l'acer i l'alumini, el 25% sobre els automòbils, i el 35% al Canadà, el 25% a Mèxic² i el 45% a la Xina. També incorpora els ajustos derivats d'acords bilaterals assolits a l'estiu amb socis com el Regne Unit (el 10%), la UE (el 15%) i el Japó (el 15%), on els automòbils es graven en funció de l'aranzel específic de cada país. També s'inclouen els nous aranzels més elevats que penalitzen països com Suïssa (el 39%), l'Índia (el 50%) i el Brasil (el 50%). Cal destacar que algunes negociacions continuen obertes: la Xina (termini fins al 10 de novembre), Mèxic (termini fins al final d'octubre), la UE (pendents, entre altres coses, de la llista de productes estratègics subjectes al 0%) i possibles aranzels sectorials sobre productes electrònics i farmacèutics, de manera que encara no es coneix el nivell definitiu.

Recaptació per aranzels: del 0,3% del PIB... a l'1%?

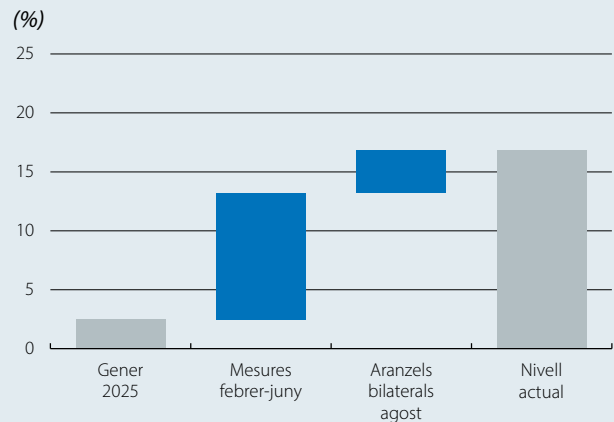
Històricament, la recaptació del Tresor nord-americà per aranzels ha estat marginal, perquè el seu objectiu principal no havia estat, fins llavors, ser un instrument important de política fiscal o un mecanisme de recaptació. Les principals fonts d'ingressos han estat els impostos de societats i l'IRPF, que, en conjunt, han representat prop del 60% dels ingressos totals, equivalents, aproximadament, al 10% del PIB. En comparació, els aranzels amb prou feines han aportat el 2% de la recaptació total i el 0,3% del PIB.³

1. Vegeu el Focus «On som i cap a on anem amb els aranzels dels EUA?», a l'IM06/2025.

2. L'aranzel a Mèxic i al Canadà només s'aplica a béns que no compleixen les condicions de l'USMCA.

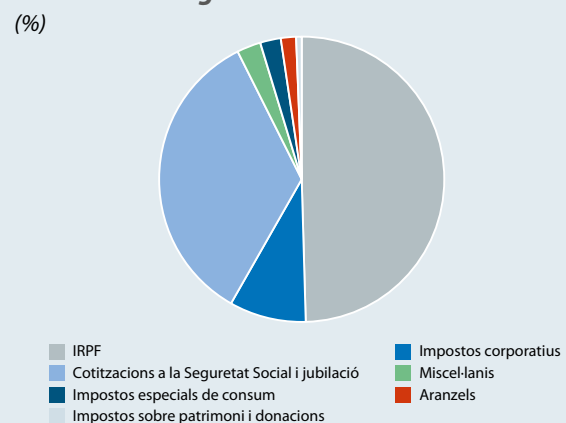
3. Si s'exclouen els ingressos per cotització a la Seguretat Social, els ingressos per impostos corporatius i per IRPF representen el 89% del total, i els aranzels, el 3%.

EUA: aranzel efectiu



Nota: Taxes actualitzades sobre la base dels acords comercials i de les comunicacions escrites.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'UN Comtrade.

EUA: fonts d'ingressos fiscals



Nota: Proporcions mitjanes durant el període 2015-2024.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Tresor dels EUA.

No obstant això, enguany, el patró ha començat a canviar, en especial des de l'abril, després de l'entrada en vigor de l'aranzel universal del 10%, juntament amb altres aranzels sectorials. Només entre el gener i el juliol, el Tresor ha recaptat 114.860 milions de dòlars en aranzels, la qual cosa equival a gairebé el 0,4% del PIB. És a dir, enguany, ja s'ha recaptat més per aquesta via (com a proporció del PIB) que en el total tant del 2023 com del 2024 (vegeu el segon gràfic). Més enllà de la primera meitat de l'any, d'ara endavant, el resultat final dependrà tant del nivell aranzelari final com del comportament de les importacions.

En aquest sentit, les dades de la primera meitat de l'any revelen que, després d'haver repuntat gairebé el 20% intertrimestral en el 1T en anticipació dels aranzels, les importacions de béns van caure el 20% intermensual a l'abril i es van estabilitzar entre el maig i el juny al voltant dels 270.000 milions de dòlars, lleugerament per sota de la mitjana de l'any anterior (274.000 milions de dòlars). En un escenari en què suposem que les importacions mensuals s'estabilitzen al voltant

d'aquests nivells i en què apliquem un aranzel efectiu del 17% (vigent a data actual), la recaptació total per a l'any per aquesta via assoliria l'1,1% del PIB.

L'1% és un escenari realista i sostenible a llarg termini?

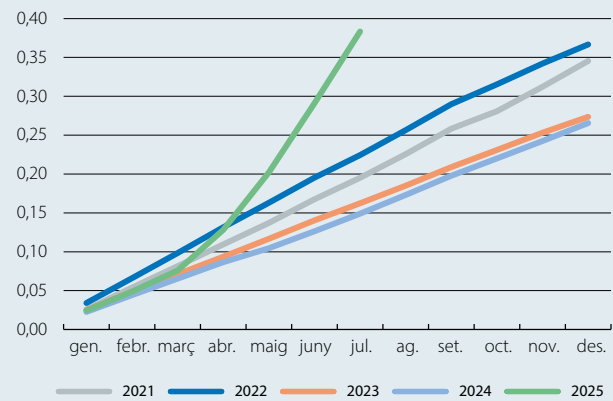
Per a la Casa Blanca és crucial mantenir la recaptació per la via dels aranzels en cotes elevades per poder cobrir una part de l'augment projectat del dèficit públic en els 10 propers anys arran de la nova llei pressupostària. Recaptant l'equivalent a l'1% del PIB que hem projectat amb anterioritat, ja evitaria un deteriorament significatiu dels comptes actuals. Pot en realitat aconseguir-ho?

L'èxit de l'estratègia no depèn únicament del nivell dels aranzels, sinó també del fet que les importacions es mantinguin estables. Perquè això succeeixi, es necessiten, almenys, dues condicions: que l'elasticitat de les importacions enfront dels preus sigui baixa i/o que la demanda agregada es mantingui dinàmica.

Comencem per la primera. El comportament de les importacions dependrà, en primer lloc, de com es transmeti l'aranzel als preus, és a dir, de com es reparteixi el cost entre exportadors, importadors i consumidors finals. Diversos estudis sobre els aranzels aplicats a la Xina el 2018 van detectar que es van traduir en augments gairebé un a un en els preus dels béns importats, la qual cosa suggereix que van ser els importadors i els consumidors nord-americans els que van absorbir-ne el cost.⁴

Enquestes realitzades per diferents seus regionals de la Fed mostren que moltes empreses planegen traslladar totalment o parcialment els aranzels al consumidor. Per exemple, una enquesta de la Fed d'Atlanta⁵ revela que almenys el 55% de les empreses preveu fer-ho, i, d'aquest grup, la meitat planeja traspassar «tot» o «la major part» del cost. Tot i que encara és aviat per avaluar l'efecte final sobre els preus al consumidor, les dades de l'IPC del juny i del juliol van mostrar que els preus de certs béns importats ja han començat a pujar.⁶ Si una part de l'aranzel es trasllada al consumidor final, llavors l'evolució de les importacions dependrà de la sensibilitat de la demanda als preus. L'elasticitat-preu de les importacions ha estat estimada per diversos estudis en un rang entre -1 i -5.⁷ Prenent el valor més conservador (-1),⁸ es pot assumir que un augment de l'1% en el preu d'un bé importat en redueix la demanda un 1%.

EUA: recaptació acumulada per aranzels (% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Tresor dels EUA i del Bureau of Economic Analysis.

Un canal que podria esmoreir de forma parcial aquest efecte és el tipus de canvi. Un dòlar fort ajudaria a contrarestar l'encariment dels béns importats. No obstant això, des de l'inici d'enguany, el dòlar s'ha depreciat el 10% en relació amb les principals divises, afeblit, possiblement, per una expectativa creixent de desacceleració econòmica als EUA.

Aquest últim punt ens porta a la segona condició perquè la política aranzelària funcioni com a mecanisme sostingut de recaptació: que la demanda agregada no s'afebleixi. Les nostres previsions apunten a una moderació del creixement del PIB, que passaria del 2,8% del 2024 a l'1,3% el 2025 i el 2026 (el consens d'analistes el situa al voltant de l'1,5%). Aquest refredament s'explicaria tant pels efectes directes dels aranzels, mitjançant els mecanismes descrits, com per l'augment de la incertesa, que afectarà negativament les decisions de consum i d'inversió. A més a més, un esperat refredament de l'economia global llstarà la demanda externa de les exportacions dels EUA. I, en un entorn de menor dinamisme, les importacions es veuran inevitablement afectades.

Fins ara, no s'ha materialitzat una caiguda dràstica en les importacions, però això és degut al fet que encara persisteix un efecte anticipació. A més a més, recordem que, fins ara, alguns béns, com els farmacèutics i els semiconductors, han quedat exempts d'aranzels, la qual cosa manté l'incentiu per acumular existències. Per exemple, segons les dades de l'U.S. Census Bureau, les importacions de productes farmacèutics han augmentat des de l'inici d'enguany el 15%, mentre que les de mobles o les de roba han caigut el 15% i el 10%, respectivament.

En definitiva, l'augment en la recaptació per aranzels ha estat significatiu, i assolir l'1% del PIB representa arribar a una xifra material, però sembla difícil fer-ho de manera sostinguda en el temps.

Isabela Lara White

4. Vegeu Amiti, M., Redding, S. J. i Weinstein, D. E. (2019), «The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare», *Journal of Economic Perspectives*, 33(4), 187-210, i Cavallo, A., Gopinath, G., Neiman, B. i Tang, J. (2021), «Tariff Pass Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy», *American Economic Review: Insights*, 3(1), 19-34.

5. Banc de la Reserva Federal de Dallas (2025), «Texas Business Outlook Survey: Special Questions», abril.

6. Vegeu la [Nota Breu de la inflació dels EUA](#) al juny a CaixaBank Research.

7. Vegeu Feenstra, R. C., Luck, P., Obstfeld, M. i Russ, K. N. (2018), «In Search of the Armington Elasticity», *The Review of Economics and Statistics*, 100(1), 135-150.

8. Jeanne, O. i Son, J. (2020), «To What Extent Are Tariffs Offset by Exchange Rates?», *National Bureau of Economic Research, Working Paper* núm. 27.654.

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

ESTATS UNITS

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Activitat									
PIB real	2,9	2,8	2,7	2,5	2,0	2,1	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	5,2	3,4	3,6	4,1	4,8	4,8	4,6	4,4	...
Confiança del consumidor (valor)	105,4	104,5	102,2	110,6	99,8	93,1	95,2	98,7	97,4
Producció industrial	0,2	–0,3	–0,4	–0,3	1,2	1,0	0,8	1,4	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	47,3	48,2	50,1	48,7	49,0	48,0	48,7
Habitatges iniciats (milers)	1.421	1.371	1.338	1.387	1.401	1.346	1.358	1.428	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	312	330	332	336	340	338	337	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,1	4,2	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,3	60,1	60,0	59,9	60,0	59,8	59,7	59,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–2,8	–2,9	–3,0	–3,5	–3,6	–3,6	...	...
Preus									
Inflació general	4,1	3,0	2,6	2,7	2,7	2,4	2,7	2,7	...
Inflació nucli	4,8	3,4	3,2	3,3	3,1	2,8	2,9	3,1	...

JAPÓ

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Activitat									
PIB real	1,2	0,1	0,8	1,2	1,8	1,2	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	35,1	37,2	36,9	36,1	34,7	32,8	34,5	33,7	34,9
Producció industrial	–1,4	–3,0	–1,8	–2,5	2,5	0,8	2,6	–0,9	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	13,0	14,0	12,0	13,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,1	–1,0	–0,9	–0,7	–0,6	–0,6	...
Preus									
Inflació general	3,3	2,7	2,8	2,9	3,8	3,4	3,2	3,0	...
Inflació subjacent	3,9	2,4	2,0	2,3	2,7	3,2	3,5	3,4	...

XINA

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Activitat									
PIB real	5,4	5,0	4,6	5,4	5,4	5,2	–	–	–
Vendes al detall	7,8	3,3	2,7	3,8	3,6	4,4	4,8	3,7	...
Producció industrial	4,6	5,6	5,0	5,6	6,8	6,2	6,8	5,7	...
PMI manufactures (oficial)	49,9	49,8	49,4	50,2	49,9	49,4	49,7	49,3	49,4
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	865	997	898	997	1.086	1.146	1.146	1.159	...
Exportacions	–5,1	4,6	5,4	10,0	5,7	6,0	5,6	7,1	...
Importacions	–5,5	1,0	2,1	–1,8	–6,9	–0,9	1,1	4,1	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,2	0,5	0,2	–0,1	0,0	0,1	0,0	...
Tipus d'interès de referència ³	3,5	3,1	3,4	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi per dòlar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2

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

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

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Vendes al detall (variació interanual)	-1,9	1,2	2,1	2,2	2,0	2,7	3,5	2,2	...
Producció industrial (variació interanual)	-1,6	-3,0	-1,7	-1,5	1,4	1,2	0,2	...	...
Confiança del consumidor	-17,4	-14,0	-13,0	-13,4	-14,1	-15,7	-15,3	-14,7	-15,5
Sentiment econòmic	96,2	95,7	96,0	95,1	95,5	94,3	94,1	95,7	95,2
PMI manufactures	45,0	45,9	45,5	45,4	47,6	49,3	49,5	49,8	50,7
PMI serveis	51,2	51,5	52,1	50,9	51,0	50,1	50,5	51,0	50,5
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,4	1,2	1,0	0,7	0,7	0,7	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,1	3,4	3,4	3,4	3,6	3,7	3,7	3,7	...
França (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	...
Itàlia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,3	6,2	6,3	6,3	6,2	6,0	...
PIB real (variació interanual)	0,7	0,9	1,0	1,3	1,5	1,4	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-0,7	-0,5	-0,6	-0,2	0,2	0,2	-	-	-
França (variació interanual)	1,6	1,1	1,1	0,6	0,6	0,8	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	0,8	0,5	0,5	0,6	0,7	0,4	-	-	-

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	06/25	07/25	08/25
General	5,5	2,4	2,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,1
Nucli	5,0	2,8	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	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	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Saldo corrent	2,0	3,3	3,4	3,3	3,0	3,6	3,6	...	...
Alemanya	5,5	5,6	6,3	5,6	5,4	6,7	6,7	...	...
França	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,8	-0,8	...	...
Itàlia	0,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,6	1,6	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,7	95,0	95,5	94,2	93,5	96,8	97,3	98,4	98,4

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	2,7	0,8	1,0	1,4	2,2	2,6	2,7	2,8	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	1,7	0,5	0,5	0,9	1,5	2,1	2,2	2,4	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	4,6	4,9	4,9	4,4	3,9	3,4	3,3	3,3	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	4,4	4,6	4,7	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	-8,5	-3,9	-2,5	1,2	3,6	5,3	5,1	5,6	...
Altres dipòsits a curt termini	21,1	12,3	10,5	6,0	2,3	-0,1	-1,0	-0,8	...
Instrumentos negociables	20,3	20,3	22,1	18,6	15,7	11,0	10,4	6,4	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	2,7	3,0	3,0	2,6	2,2	1,9	1,8	1,7	...

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.

Continua el moment dolç per a l'economia espanyola

El 2T 2025, va començar amb totes les paperetes per a una desacceleració del creixement de l'economia espanyola. Al començament d'abril, i després de mesos d'amenaques, l'Administració Trump va anunciar els aranzels bilaterals i va catapultar els principals indicadors d'incertesa a màxims històrics. Setmanes després, una apagada va deixar la península ibèrica sense electricitat durant un dia. Tot això, a més a més, va succeir en un entorn en què l'economia de la zona de l'euro tornava a donar senyals de refredament.

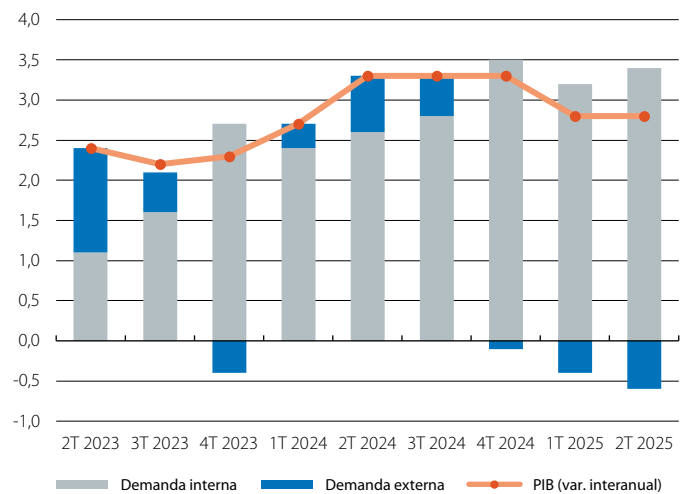
L'economia espanyola torna a sorprendre en el 2T 2025. Malgrat aquest context poc favorable, l'economia espanyola no solament va mantenir el dinamisme, sinó que es va accelerar en relació amb el trimestre anterior. En el 2T, el PIB va créixer el 0,7% intertrimestral, 1 dècima més que en el 1T. El desglossament de la dada, a més a més, destaca per la solidesa de la demanda interna, que va aportar 0,9 p. p. al creixement intertrimestral del PIB. El consum privat va ser un dels principals motors de la demanda interna, en créixer el 0,8% intertrimestral, una acceleració en relació amb el 0,5% del 1T. Al seu torn, la inversió va créixer l'1,6% intertrimestral i va encadenar, així, el tercer trimestre consecutiu amb un creixement superior al del PIB. Les exportacions també van avançar a un bon ritme, l'1,1% intertrimestral, malgrat la incertesa comercial i la feblesa dels nostres principals socis comercials. No obstant això, l'avanç de la demanda interna i, en especial, de la inversió va impulsar les importacions, que van créixer l'1,7% intertrimestral, la qual cosa va comportar una contribució negativa de la demanda externa.

Senyals positius als principals indicadors d'activitat del 3T. Els primers indicadors del 3T mostren senyals dispars entre l'oferta i la demanda. D'una banda, els indicadors de confiança empresarial apunten a un bon ritme de creixement per al 3T. A l'agost, el PMI del sector manufacturer va rebotar fins als 54,3 punts, la millor dada des de l'octubre de l'any passat, i ja lluny de la zona de contracció marcada pels 50 punts en què es va situar entre el febrer i l'abril. Així mateix, el PMI del sector serveis també es va mantenir en la zona d'expansió amb 53,2 punts, un registre lleugerament inferior al del juliol.

D'altra banda, el [monitor de consum de CaixaBank](#) apunta a una moderació del consum, després del bon comportament del 2T. Des de l'inici del 3T, el consum domèstic ha crescut el 2,8% interanual, 1,5 p. p. menys que en el 2T. No obstant això, un cop corregit pels efectes estacionals i de calendari, el monitor apunta a un ritme de creixement del consum privat similar al del 2T.

El mercat laboral resisteix malgrat l'estacionalitat adversa del final de l'estiu. Després d'un 2T de rècord, el mercat laboral espanyol continua mostrant senyals de fortaleza i es consolida com un dels pilars del creixement econòmic en els últims anys. A l'agost, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va caure el 0,9% intermensual, quelcom habitual en un mes marcat pel final dels contractes estivals i per l'aturada temporal d'algunes activitats econòmiques. Aquesta caiguda és similar tant a la registrada a

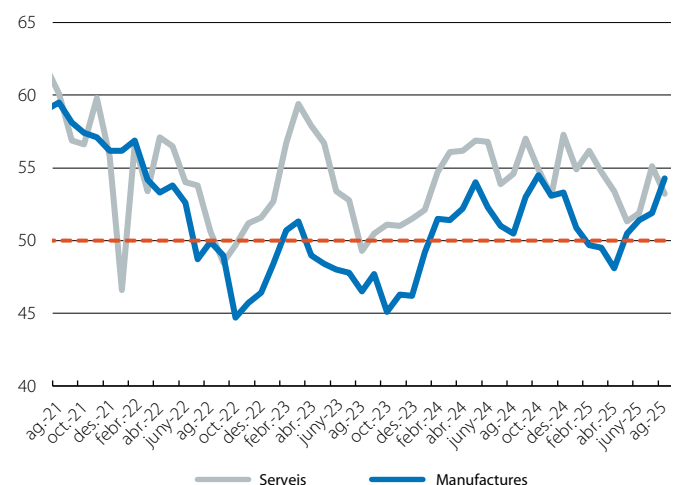
Espanya: contribució al creixement del PIB P. p. i variació interanual (%)



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

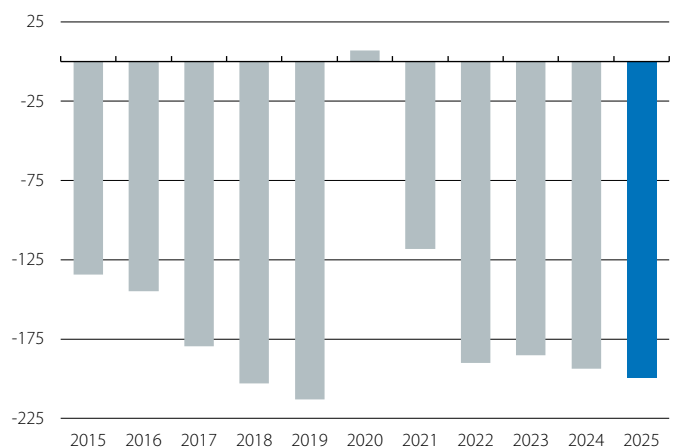
Espanya: PMI

Nivell



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

Espanya: variació mensual d'afiliats a l'agost (Milers)



Nota: Dades sense desestacionalitzar.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Treball i Economia Social.

l'agost de l'any passat com a la mitjana dels mesos d'agost entre el 2014 i el 2019. En termes interanuals, l'afiliació ha avançat a un ritme del 2,3%. Per sectors, destaca la fermesa de l'ocupació a la construcció, on la taxa interanual s'accelera 4 dècimes, fins al 3,5%, mentre que, a la indústria i als serveis, s'estabilitza.

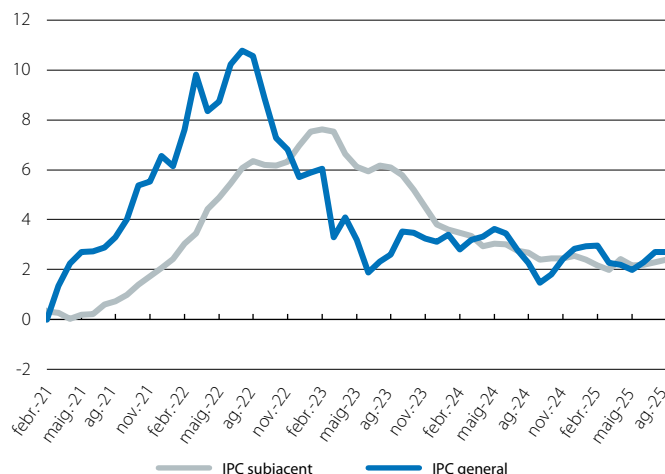
Els preus de l'electricitat i dels aliments donen un respir a la inflació. A l'agost, la inflació general es va mantenir en el 2,7%, segons l'indicador avançat de l'IPC publicat per l'INE. Aquesta estabilització respon a dos efectes contraposats: la pressió a l'alça exercida pels carburants, que s'hauria vist compensada per la contribució a la baixa de l'electricitat i dels aliments. Per la seva banda, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) va augmentar 1 dècima, fins al 2,4%. Així, després de dos mesos de pujades, la inflació general se situa 7 dècimes per damunt de la dada del maig, mes en què va començar l'actual repunt de preus, propiciat per l'augment dels preus dels aliments frescos i, en menor mesura, de l'electricitat. En l'actualitat, els mercats de futurs apunten a una estabilitat en el preu de l'energia en el que queda d'any. Així mateix, el descens en el preu dels aliments d'aquest mes avançat per l'INE podria indicar una frenada en la seva tendència alcista. Si es mantenen les dinàmiques actuals, la inflació podria tocar sostre al setembre.

El mercat residencial va tancar el millor primer semestre des del 2007. En un context marcat per la recuperació del poder adquisitiu i per uns tipus d'interès més baixos, la demanda d'habitatge continua mostrant una fortaleza notable. Al juny, les compravendes van créixer el 17,9% interanual i van mantenir el dinamisme observat en els mesos anteriors. El balanç acumulat de l'any reforça aquesta tendència: entre el gener i el juny, es registren unes 358.000 operacions, la qual cosa representa un increment del 19,7% en relació amb el mateix període de l'any anterior i marca la millor primera meitat d'any des del 2007. La combinació d'una demanda dinàmica i d'una oferta que, tot i que reactivada, creix a un ritme més moderat manté el tensionament dels preus. En el 2T 2025, l'índex de preus de l'habitatge de vendes repetides del Col·legi de Registradors va augmentar el 14,8% des del 14,2% anterior, la taxa més alta des del 2006.

El dèficit comercial augmenta amb força en la primera meitat de l'any. A diferència del que succeeix al sector immobiliari, el context actual no afavoreix el sector exterior. L'embranchada de la demanda interna impulsa el creixement de les importacions. A això se sumen la incertesa comercial i la feblesa de la zona de l'euro, que afecten de forma negativa les exportacions. En el primer semestre, les exportacions de béns han crescut l'1,0% interanual, però l'avanç de les importacions del 5,4% ha comportat un dèficit de 25.113 milions d'euros en el 1S 2025, un registre que supera amb escreix el del mateix període de l'any passat (-15.822 milions). Per components, el deteriorament destaca no solament per l'augment del dèficit energètic, habitual en la balança comercial espanyola, sinó pel fort empitjorament de la balança de béns no energètics, que anota un dèficit de 8.776 milions, en relació amb els tot just 138 milions del 2024. L'ampliació del dèficit no energètic s'explica pel major dinamisme de les importacions, que han crescut el 7,4% interanual, un ritme d'avanç molt superior al 2,6% de les exportacions.

Espanya: inflació

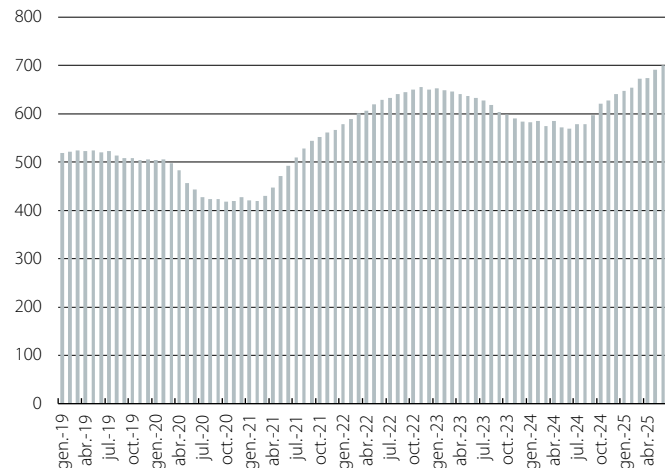
Variació interanual (%)



Nota: La dada d'agost del 2025 és provisional.

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

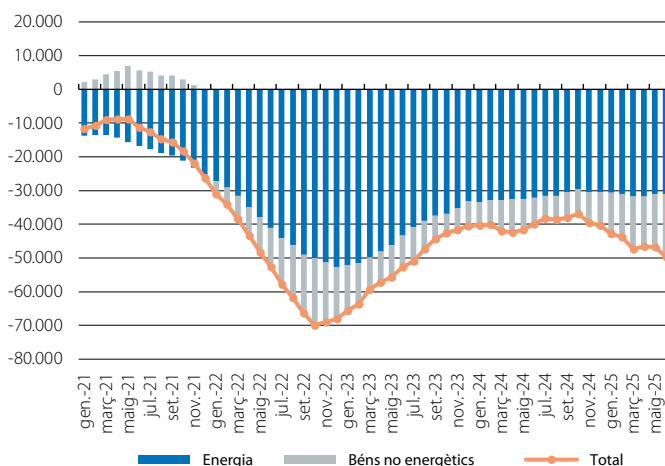
Espanya: compravendes d'habitatge (Milers) *



Nota: * Acumulat de 12 mesos.

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

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



Nota: * Acumulat de 12 mesos.

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

Les causes de la sortida de l'ocupació

Com ja vam comentar en un Focus anterior,¹ l'estabilitat de l'ocupació a Espanya ha millorat en els últims anys, la qual cosa es reflecteix en la intensa correcció de la taxa de temporalitat i en els menors fluxos d'entrada i sortida del mercat laboral. Malgrat que la rotació ha augmentat en tots els tipus de contracte, la taxa de rotació agregada (suma d'altres i baixes a la Seguretat Social com a percentatge del volum total d'afiliats inscrits al Règim General) s'ha reduït, ja que ha dominat un efecte composició en guanyar pes els contractes indefinits, que es caracteritzen per la seva menor rotació. En aquest article, entrem amb més detall en un dels determinants de la rotació, és a dir, les sortides del mercat laboral, i analitzem els canvis que han experimentat els fluxos de sortida del mercat laboral, afectats, en gran part, per l'entrada en vigor de l'última reforma laboral, aprovada al desembre del 2021.

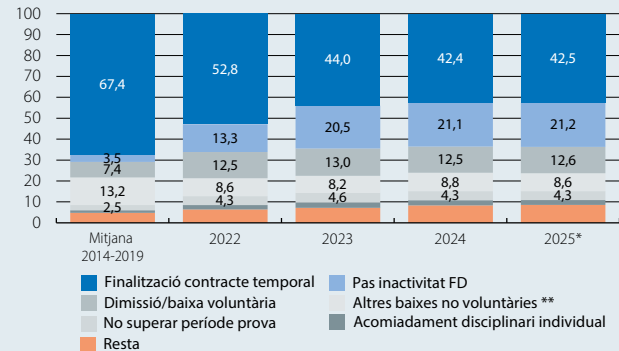
Els factors que influeixen en les sortides dels treballadors de l'ocupació són diversos. Entre d'altres, destaquen: (i) la transformació digital, que provoca canvis en la demanda de certes professions i habilitats; (ii) la temporalitat i l'externalització de serveis, que contribueixen a la inestabilitat de l'ocupació; (iii) les crisis, les recessions o els esdeveniments inesperats, com la pandèmia, que condueixen a destruccions d'ocupació, i (iv) l'envelliment de la població, atès que l'evidència empírica demostra que la mobilitat laboral es redueix a mesura que augmenta l'edat dels treballadors.²

Ateses les dades proporcionades per la Tresoreria General de la Seguretat Social, la principal causa de baixa dels afiliats (vegeu el primer gràfic) continua sent la finalització d'un contracte temporal, tot i que aquest tipus d'extincions d'ocupació s'ha reduït de manera considerable, en línia amb el menor nombre de contractes temporals que se signen arran de la reforma laboral. En aquest sentit, si, el 2014-2019, dues de cada tres baixes (gairebé 686.000 en mitjana anual) es produïen per aquest motiu, el 2025 (amb dades anualitzades fins a l'abril), aquesta xifra s'ha reduït més del 30%, fins a situar-se per sota de les 477.000, el 42,5% del total.

En canvi, han augmentat les baixes pel pas a la inactivitat dels treballadors amb contracte fix discontinu,³ una modalitat contractual que ha guanyat protagonisme amb la reforma laboral. Així, aquestes baixes han passat de menys de 36.000 en la mitjana anual del 2014-2019, amb

Espanya: baixes d'afiliats a la Seguretat Social per causes

(% sobre el total)

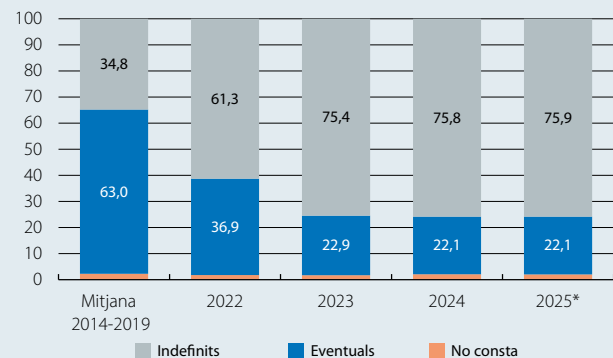


Notes: Mitjana d'afiliats mensuals al Règim General que són baixa. * Acumulat de 12 mesos fins a l'abril. ** Finalització de contracte en situació d'IT, tancament legal de l'empresa, acomiadament per mort o jubilació de l'empresari, etc.

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

Espanya: baixes voluntàries d'afiliats a la Seguretat Social per tipus de contracte

(% sobre el total)



Notes: Mitjana d'afiliats mensuals al Règim General. * Acumulat de 12 mesos fins a l'abril.

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

prou feines el 3,5% del total, a superar les 237.000 en l'acumulat dels 12 últims mesos fins a l'abril, el 21,2%, i s'han convertit en la segona causa de baixa.

No obstant això, el que més crida l'atenció és el fort augment de les baixes per dues altres causes: les baixes voluntàries i no haver superat el període de prova. Les baixes voluntàries o dimissions gairebé s'han duplicat en el període analitzat, fins a superar les 141.000, el 12,6% del total, 5 punts més que abans de la pandèmia, tot i que no arriben al nivell dels EUA, on són la primera causa d'extinció de l'ocupació. Això podria estar relacionat amb la recuperació de l'activitat i, per tant, de la creació d'ocupació: els treballadors tenen més incentius per deixar els llocs de treball si les possibilitats de trobar millors condicions laborals són altes. Dins aquesta mena de baixes, s'observa un canvi important en la seva composició (vegeu el segon gràfic): abans de la pandèmia, la

1. Vegeu el Focus «L'estabilitat de l'ocupació millora a Espanya», a l'IM02/2025.

2. Vegeu Banc d'Espanya (2024), «El impacto del envejecimiento poblacional en los flujos de entrada y salida en el mercado de trabajo español», Boletín Económico, 2024/T3.

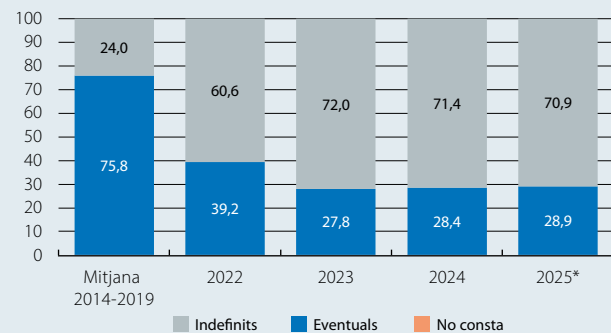
3. En aquests períodes d'inactivitat, el treballador no cobra ni cotitza, però el seu contracte continua vigent.

major part dels treballadors que dimitien (el 63,0% de mitjana el 2014-2019) eren temporals (normalment amb feines més precàries); en canvi, el 2025 (amb dades anualitzades fins a l'abril), tres de cada quatre són indefinits. Segurament, aquest augment s'ha concentrat en els indefinits amb poca antiguitat, tot i que, en general, un empleat indefinit estarà ara més disposat que abans a perdre l'antiguitat perquè li serà més fàcil trobar una altra feina amb un contracte indefinit: el 41,2% de tots els contractes signats des del gener del 2022 són indefinits, en relació amb el 9,0% del 2014-2019.

Malgrat que les dades de la Seguretat Social no desglossen aquestes baixes per sectors d'activitat ni per categoria professional, és lògic pensar que els indefinits que són baixa de manera voluntària es concentren en aquelles activitats on les taxes de temporalitat eren més elevades abans de la reforma, com la construcció o l'hoteleria, i entre els treballadors amb menys antiguitat acumulada, ja que, en aquests casos, la pèrdua per deixar la feina és menor: segons les dades de l'EPA, en el 1T 2025, més del 70% dels assalariats amb contracte indefinit porten treballant en l'ocupació actual més de tres anys; és a dir, des d'abans de la reforma.

Finalment, altres baixes que han experimentat un fort repunt en els últims anys són les que es produeixen per no superar el període de prova.⁴ Tot i que continuen sent minoritàries (només representen el 4,3% del total), gairebé s'han duplicat des del període pre pandèmia, fins a vorejar les 48.000. En aquesta mena de baixes, també

Espanya: baixes d'afiliats a la Seguretat Social per no superar el període de prova per tipus de contracte (% sobre el total)



Notes: Mitjana d'afiliats mensuals al Règim General. * Acumulat de 12 mesos fins a l'abril.

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

s'observa ara un major protagonisme dels contractes indefinits (vegeu el tercer gràfic): el 2025 (amb dades acumulades de 12 mesos fins a l'abril), gairebé el 71,0% va afectar aquests treballadors, en relació amb el 24,0% de la mitjana del 2014-2019. Tot i que aquesta situació pot aixecar suspicàcies, perquè les empreses podrien estar utilitzant el període de prova per cobrir llocs de curta durada amb treballadors indefinits, el més probable és que l'explicació sigui que els contractes indefinits ara estan tirant de l'ocupació amb més intensitat del que ho feien en altres fases cícliques similars.

Sergio Díaz Valverde

4. El període de prova s'ha de pactar expressament al contracte de treball i no podrà superar la durada màxima indicada a l'Estatut dels Treballadors (article 14) o al conveni col·lectiu vigent. Si el conveni no l'estableix el període de prova màxim serà: per a contractes temporals, un mes; per a contractes indefinits, sis mesos per a tècnics titulats i dos mesos per a la resta de treballadors, amb la possibilitat que sigui de tres mesos en empreses de menys de 25 treballadors.

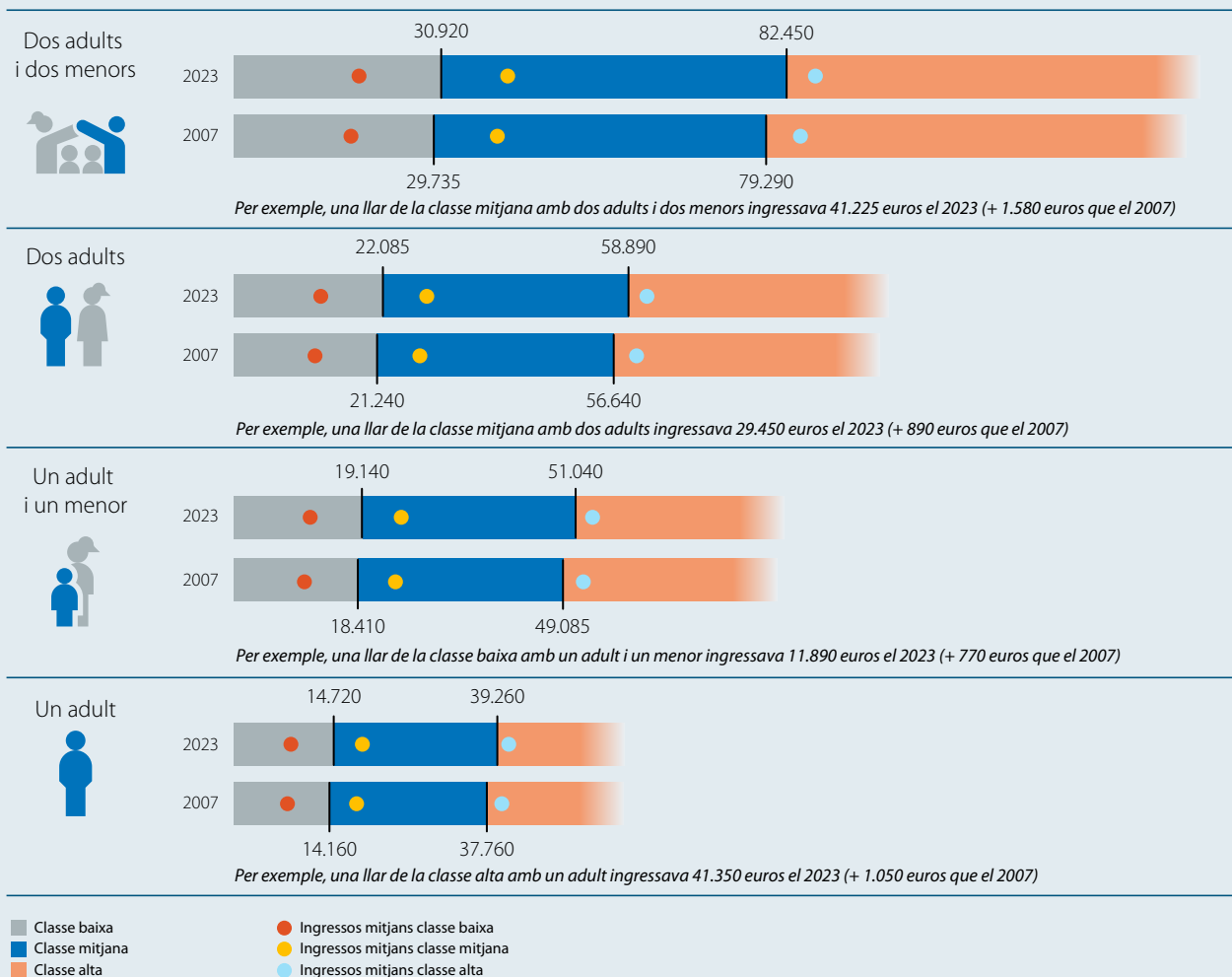
La classe mitjana espanyola en xifres: més ingressos, menys sensació de progrés

La classe mitjana continua guanyant pes en el conjunt de la població espanyola, segons les últimes xifres disponibles de l'Enquesta de condicions de vida (ECV) de l'INE. El 2023, el 61,5% de les llars pertanyien a la classe mitjana (+0,4 p. p. que el 2022); el 8,1%, a la classe alta (−0,7 p. p.), i el 30,4%, a la classe baixa (+0,3 p. p.). Aquest mateix any, els ingressos van augmentar per a totes les classes econòmiques i, en particular, per a les classes mitjana i baixa: els ingressos d'una llar de classe mitjana van augmentar el 3,7% en termes reals; els d'una llar de classe baixa, el 3,3%, i els d'una llar de classe alta, l'1,3%. Aquest resultat contrasta amb la percepció habitual que la classe mitjana està reculant. Així que aquest article pretén oferir una guia

pràctica per interpretar els resultats: què entenem per classe mitjana?, quants euros ingressen les llars que hi pertanyen?, quines diferències observem en funció de l'estructura familiar?

Per analitzar la classe mitjana a Espanya, utilitzem les dades de l'ECV, que recull informació econòmica i social de les llars i dels seus membres, i tenim en compte la definició de l'OCDE, que considera de classe mitjana les llars amb uns ingressos entre el 75% i el 200% de la mitjana dels ingressos de la població.¹ Per poder comparar llars de dimensió i de composició diferents, ajustem els ingressos aplicant l'escala d'equivalència de l'OCDE, la qual cosa permet calcular els ingressos per unitat de consum. Aquesta

Ingressos de les llars espanyoles per classe i per composició de la llar (Euros anuals)



Notes: Ingressos nets de la llar en termes reals. Classe baixa es defineix com les llars amb uns ingressos inferiors al 75% de la mitjana; classe mitjana, com les llars amb uns ingressos entre el 75% i el 200% de la mitjana; i classe alta, com la resta.

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

1. Per a més detalls, vegeu l'article «[Com ha evolucionat la classe mitjana a Espanya?](#)», a l'IM12/2024.

escala assigna un valor d'1 al primer adult (major de 14 anys), 0,5 als adults addicionals i 0,3 als menors de 14 anys. Per exemple, una llar amb dos adults i dos menors equival a 2,1 unitats de consum, mentre que una llar amb un adult i un menor equival a 1,3 unitats. A partir dels ingressos ajustats per unitat de consum, s'estableixen els llindars de cada classe (les llars amb ingressos inferiors al 75% de la mitjana es consideren de classe baixa, i les que superen el 200%, de classe alta) i es poden comparar llars amb una composició diferent.

La infografia adjunta ens permet identificar a quina classe econòmica pertany cada tipus de llar en funció dels seus ingressos i de la seva composició.² Per exemple, segons els llindars establerts, una llar formada per dos adults i dos menors es classificaria com a classe mitjana si els seus ingressos se situen entre els 30.920 euros i els 82.450 euros el 2023. De mitjana, aquesta llar va ingressar 41.225 euros, la qual cosa representa 1.480 euros més que el 2022 i 1.700 més que el 2019, però només 1.579 euros més que el 2007.

Aquest resultat mostra que les millores dels ingressos en termes reals es concentren en aquests últims anys, ja que, entre el 2014 i el 2019, només es va recuperar la brusca caiguda dels ingressos que va tenir lloc arran de la crisi financera entre el 2008 i el 2013.³ Així, el progrés acumulat en un període de més de 15 anys és limitat, en estar afectat per múltiples crisis (financera, pandèmia, inflació), i explica per què la sensació generalitzada no és de millora dels ingressos. Per exemple, la millora anual mitjana en termes reals entre el 2007 i el 2023 per a una llar formada per dos adults i dos nens no arriba als 100 euros a l'any, la qual cosa representa un avanç molt reduït del nivell de vida. Pel costat positiu, totes les llars van millorar la seva situació el 2023, la qual cosa evidencia que la classe mitjana està recuperant capacitat econòmica després d'anys marcats per múltiples crisis. Si aquesta evolució es consolida, quelcom que les dades suggereixen que va succeir el 2024, podríem ser davant una etapa d'un major progrés que les llars espanyoles, aquest cop, sí que podrien notar.

Josep Mestres i Domènech i Anna Bahí

2. Ingressos nets de la llar en termes reals (euros del 2018).

3. Els ingressos d'una llar amb dos adults i dos menors van disminuir en 5.557,1 euros entre el 2007 i el 2013, i es van recuperar en 5.284,7 euros entre el 2013 i el 2019.

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	06/25	07/25	08/25
Indústria									
Índex de producció industrial	-1,6	0,4	-0,3	1,3	-0,7	1,6	2,3	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,5	-4,9	-3,0	-5,9	-5,4	-5,2	-6,2	-4,5	-5,8
PMI de manufactures (valor)	48,0	52,2	51,5	53,6	50,0	50,0	51,4	51,9	54,3
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	0,5	16,7	10,2	16,7	20,1	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	-10,2	9,9	-1,2	9,9	17,1	23,1	23,1	11,2	2,5
Preu de l'habitatge	4,0	8,4	8,2	11,3	12,2	...	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	18,9	10,1	12,3	10,1	8,1	6,3	6,3	5,6	...
PMI de serveis (valor)	53,6	55,3	55,2	55,1	55,3	52,2	51,9	55,1	53,2
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,5	1,8	2,6	2,9	3,4	5,1	6,2	4,7	...
Matriculacions d'automòbils	16,7	7,2	1,7	14,4	14,0	13,7	15,2	17,1	17,2
Indicador de sentiment econòmic (valor)	100,5	103,0	105,5	101,5	103,3	103,1	102,1	104,3	101,7
Mercat de treball									
Població ocupada ²	3,1	2,2	1,8	2,2	2,4	2,7	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	12,2	11,3	11,2	10,6	11,4	10,3	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social ³	2,7	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3	2,3
PIB	2,7	3,2	3,3	3,3	2,8	2,8	...	...	...

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	06/25	07/25	08/25
General	3,5	2,8	2,2	2,4	2,7	2,2	2,3	2,7	2,7
Subjacent	6,0	2,9	2,6	2,5	2,2	2,3	2,2	2,3	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	06/25	07/25	08/25
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	0,2	-1,8	0,2	3,3	2,0	2,0	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-7,2	0,1	-3,1	0,1	4,2	4,1	4,1	...	...
Saldo corrent	39,8	48,7	48,3	48,7	44,3	44,3	44,3	...	...
Béns i serveis	58,8	68,8	68,3	68,8	64,4	64,4	64,4	...	...
Rendes primàries i secundàries	-19,1	-20,0	-20,0	-20,0	-20,1	-20,2	-20,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	56,0	67,1	65,7	67,1	63,5	63,3	63,3	...	...

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	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	0,3	5,1	4,3	5,1	4,6	3,9	3,9	4,8	...
A la vista i preavis	-7,4	2,0	-1,6	2,0	3,1	5,0	5,0	6,5	...
A termini i cessions temporals (repo)	100,5	23,5	47,5	23,5	12,6	-1,5	-1,5	-3,6	...
Dipòsits d'AP ⁵	0,5	23,1	14,8	23,1	24,4	25,5	25,5	15,7	...
TOTAL	0,3	6,3	5,1	6,3	5,9	5,4	5,4	5,7	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	-3,4	0,7	-0,3	0,7	1,7	2,6	2,6	2,6	...
Empreses no financeres	-4,7	0,4	-0,6	0,4	1,6	2,5	2,5	2,2	...
Llars - habitatges	-3,2	0,3	-0,7	0,3	1,4	2,3	2,3	2,4	...
Llars - altres finalitats	-0,5	2,3	1,2	2,3	3,1	3,5	3,5	3,9	...
Administracions públiques	-3,5	-2,6	-5,4	-2,6	-0,3	5,3	5,3	12,7	...
TOTAL	-3,4	0,5	-0,7	0,5	1,6	2,7	2,7	3,2	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,5	3,3	3,4	3,3	3,2	3,0	3,0	...	...

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 manté el pols econòmic gràcies a l'ocupació i a la inversió

El 2025, l'economia portuguesa està mostrant una notable resiliència, impulsada, principalment, pel dinamisme del mercat laboral i per l'enfortiment de la inversió. En el 2T, el PIB va créixer el 0,6% en relació amb el trimestre anterior, va compensar la caiguda del 0,4% registrada en el 1T i va recuperar taxes de creixement trimestrals en línia amb la mitjana observada en els últims anys.

La demanda interna va ser el principal motor del creixement i va aportar 0,8 p. p. al creixement intertrimestral del PIB, amb un protagonisme especial de la inversió, que va augmentar el 2,1% intertrimestral. En canvi, la demanda externa va restar 0,2 p. p., a causa d'un avanç de les importacions (el 0,7% intertrimestral) superior al de les exportacions (el 0,2% intertrimestral).

S'espera que el 3T sigui robust, impulsat pel consum privat i afavorit per la reducció dels tipus impositius sobre la renda, pels pagaments retroactius i per les transferències extraordinàries als pensionistes. Aquestes mesures representen un increment de 900 milions d'euros en la renda de les llars, equivalent al 0,3% del PIB nominal. No obstant això, en el 4T, es podria observar una correcció, similar a la registrada entre el 4T 2024 i el 1T 2025, quan es normalitzi l'ingrés familiar.

La inflació va tornar a repuntar a l'agost i es va situar en el 2,8%, 2 dècimes per damunt del mes anterior. La inflació subjacent es va mantenir estable en el 2,5%, però els aliments sense elaborar van repuntar 9 dècimes, fins al 7,0%, a causa de l'encariment d'alguns productes, com el cafè i la carn de boví, i dels augments salarials al sector agrícola. A més a més, la persistent inflació als serveis, per damunt del 4%, contribueix a la rigidesa de la subjacent.

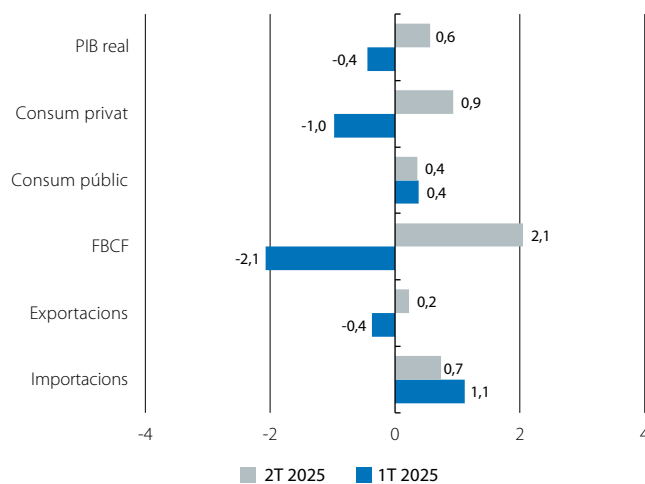
El mercat laboral continua sorprenent positivament. En el 2T, l'ocupació va assolir un nou màxim des del 2011, amb un creixement interanual del 2,9%, la taxa més elevada en un 2T des del 2017 (sense el període de la pandèmia). La indústria manufacturera, la consultoria, les activitats científiques i tècniques i l'allotjament i la restauració van ser responsables de més del 65% de l'augment. La taxa d'atur va recular fins al 5,9%, la més baixa d'ençà que es tenen registres (llevat del període de la pandèmia).

Els preus de l'habitatge continuen a l'alça. L'índex de preus residencials va tancar el primer semestre amb una pujada interanual del 14,9%, mentre que la valoració bancària va assolir els 1.945 euros/m² al juliol, el 18,7% més que l'any anterior. Les transaccions es mantenen elevades, tot i que s'anticipa una estabilització de les vendes i un comportament més contingut dels preus.

La balança corrent acumula fins al juny un superàvit de 577 milions d'euros, tot i que amb una forta caiguda del 80% en relació amb el mateix període del 2024, a causa del deteriorament del saldo de béns. No obstant això, l'augment del superàvit de la balança de serveis (el +5,8%), en especial del turisme, compensa parcialment l'empitjorament del saldo de la balança de béns.

Portugal: components del PIB

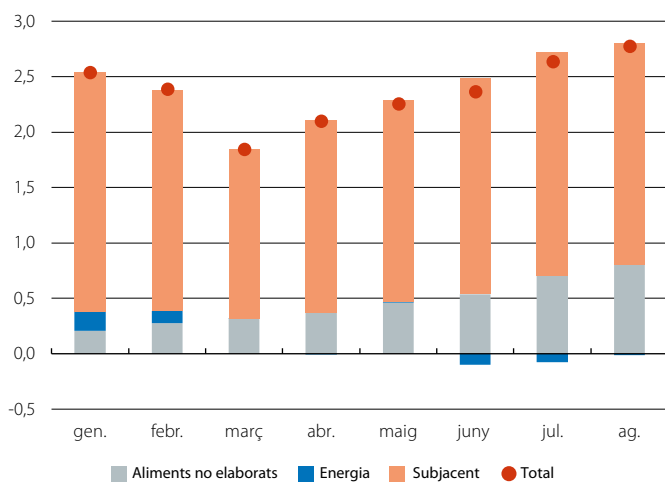
Variació intertrimestral (%)



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

Portugal: contribució a l'IPC per components

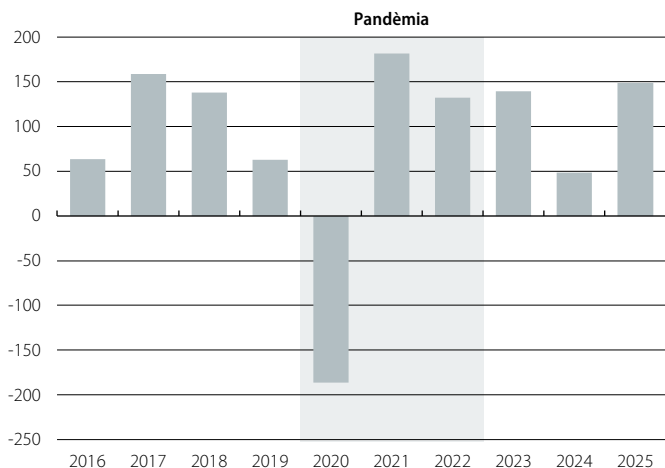
Variació interanual (%) i p. p.



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

Portugal: ocupació en el 2T de cada any

Variació interanual (milers de persones)



Nota: Sèrie sense desestacionalitzar.

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	06/25	07/25	08/25
Índex coincident d'activitat	3,5	1,8	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	...
Indústria									
Índex de producció industrial	-3,1	0,8	-0,2	-0,4	-2,3	1,3	2,9	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,1	-4,2	-5,1	-4,8	-4,4	-3,8	-3,3
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	7,5	6,5	13,4	23,6	37,5	16,3	12,4	...	...
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	17,4	18,1	18,7	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	19,0	6,3	7,8	6,3	4,6	4,0	4,0	3,9	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	7,7	5,6	2,4	10,9	12,5	6,6	9,4	12,8	13,5
Consum									
Vendes comerç al detall	1,1	3,2	3,7	5,0	4,5	4,7	5,8	6,2	...
Indicador coincident del consum privat	2,9	2,7	2,7	3,4	3,6	3,3	3,2	3,1	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-14,3	-15,5	-17,9	-17,6	-15,7	-16,2
Mercat de treball									
Població ocupada	2,3	1,2	1,2	1,3	2,4	2,9	3,8	4,0	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,5	6,4	6,1	6,7	6,6	5,9	6,1	5,8	...
PIB	2,6	1,9	2,0	2,8	1,7	1,9	-	-	-

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	06/25	07/25	08/25
General	4,4	2,4	2,2	2,6	2,3	2,2	2,4	2,6	2,8
Subjacent	5,1	2,5	2,5	2,7	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5

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	06/25	07/25	08/25
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	2,0	0,5	2,0	5,3	4,4	4,4	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-4,0	2,0	-1,1	2,0	5,4	6,9	6,9	...	...
Saldo corrent	1,5	6,0	5,1	6,0	4,2	3,7	3,7	...	...
Béns i serveis	4,1	6,5	6,4	6,5	5,2	4,5	4,5	...	...
Rendes primàries i secundàries	-2,6	-0,6	-1,3	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	5,5	9,1	8,6	9,1	7,5	7,1	7,1	...	...

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	06/25	07/25	08/25
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	-2,3	7,5	6,0	7,5	6,5	5,4	5,4	6,2	...
A la vista i estalvi	-18,5	-0,3	-8,1	-0,3	5,0	5,1	5,1	6,5	...
A termini i preavis	22,2	15,3	22,6	15,3	7,8	5,8	5,8	5,9	...
Dipòsits d'AP	-12,4	26,7	29,1	26,7	29,3	39,6	39,6	15,5	...
TOTAL	-2,6	7,9	6,7	7,9	7,1	6,4	6,4	6,5	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	-1,5	1,9	1,0	1,9	3,3	5,0	5,0	5,3	...
Empreses no financeres	-2,1	-1,0	-0,6	-1,0	0,1	2,3	2,3	2,2	...
Llars - habitatges	-1,5	3,0	1,3	3,0	4,9	6,4	6,4	7,3	...
Llars - altres finalitats	0,2	5,4	4,6	5,4	5,7	6,6	6,6	6,5	...
Administracions públiques	-5,5	0,6	-4,1	0,6	-8,0	3,8	3,8	1,4	...
TOTAL	-1,7	1,8	0,9	1,8	2,9	4,9	4,9	5,2	...
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.

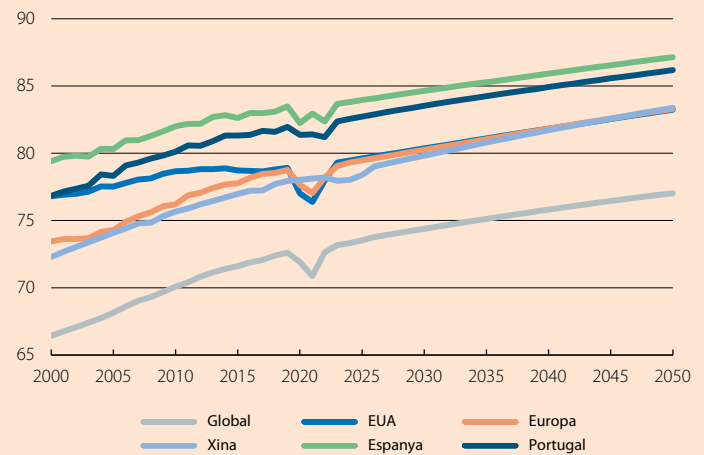
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.

Demografia i destí: el món que ens espera el 2050 amb menys naixements i amb més longevitat

Vivim cada vegada més anys i, això encara és més rellevant, amb millor salut. Aquesta és, sens dubte, una notícia excel·lent per a tothom. No obstant això, aquesta longevitat, combinada amb una natalitat persistentment baixa, reconfigura l'estructura demogràfica de les nostres societats. Aquest canvi demogràfic exigeix una transformació profunda de la forma com ens organitzem que va molt més enllà de l'ús necessari, però insuficient, de palanques poblacionals com la immigració o la natalitat. En aquest article, abordem la dimensió demogràfica d'aquest desafiament per analitzar després, en els següents quatre articles d'aquest Dossier, com aquesta transició impactarà sobre tres àmbits clau: la macroeconomia,¹ les finances públiques² i l'estalvi i els tipus d'interès.³

Per entendre la magnitud del canvi demogràfic que s'aproxima, convé observar amb més detall les tendències que estan donant forma a aquesta nova realitat. Les taxes de fertilitat disminueixen a tot el món i se situen ja, als EUA, a la Xina i a la majoria de països europeus, per sota del nivell de reemplaçament poblacional. Aquest llindar, estimat en 2,1 fills per dona, és el que permetria mantenir la dimensió constant de la població sense fluxos migratoris. En el cas d'Espanya, la taxa de fertilitat se situa molt per sota d'aquest llindar des de fa més de 40 anys: va assolir un mínim d'1,1 fills per dona en la dècada dels noranta i es preveu que assoleixi nivells molt baixos en els propers 25 anys (1,3 fills per dona). Al mateix temps, l'esperança de vida en néixer ha augmentat, aproximadament, set anys a nivell global entre el 2000 i el 2025 fins als 74 anys i cinc anys en el cas d'Espanya fins als 84 anys (vegeu el primer gràfic). Només la pandèmia de la COVID-19 va provocar una reculada temporal, amb una caiguda de fins a dos anys en alguns països, de la qual ja s'han recuperat. Aquesta millora s'espera que continuï, amb un increment addicional de tres

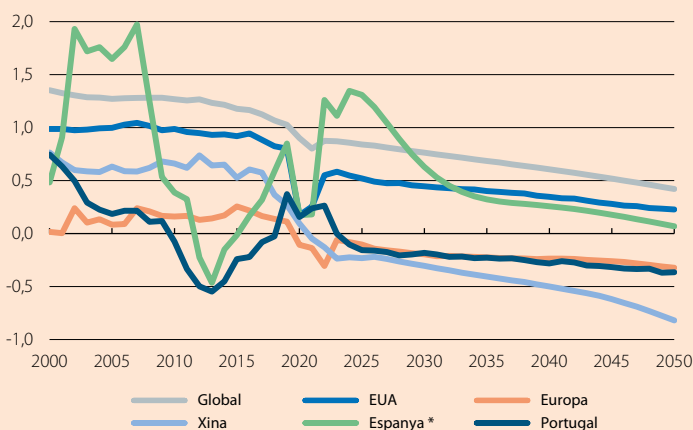
Esperança de vida en néixer (Anys)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'UN World Population Prospects 2024.

Creixement de la població

Variació anual (%)



Nota: * Estadística Continua de Població (2000-2023) i Projeccions de Població (2024-2050).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (per a Espanya) i d'UN World Population Prospects 2024 (per a la resta).

anys més entre el 2025 i el 2050, tant a nivell global com a Espanya. Així, el 2050, la població mundial serà més longeva i estarà més envellida, però també gaudirà d'una millor salut, ja que s'estima que la major part de l'augment de l'esperança de vida sigui amb bona salut.⁴ De fet, entre el 2000 i el 2021, el 70% de les millores en l'esperança de vida als 60 anys ja van correspondre a millores en esperança de vida saludable, definida per l'OMS com els anys sense malalties ni lesions importants.⁵ No obstant això, l'envelliment poblacional també implicarà un increment en la prevalença de malalties cròniques i de situacions de dependència, la qual cosa es traduirà en un augment de la càrrega total de malaltia (DALY) a nivell global.

Aquest canvi demogràfic es tradueix en una disminució progressiva de la taxa anual de creixement de la població mundial (vegeu el segon gràfic). Aquest fenomen és especialment evident als països europeus o a la Xina, on el creixement

1. Vegeu l'article «Efectes de l'envelliment sobre el creixement i palanques per mitigar-lo», en aquest mateix Dossier.
2. Vegeu els articles «L'impacte de l'envelliment sobre les finances públiques: un veritable repte per a Espanya i per a Europa» i «Palanques per mitigar l'impacte de la demografia sobre les finances públiques: el cas de les pensions», en aquest mateix Dossier.
3. Vegeu l'article «Una societat envellida pagarà uns tipus d'interès més baixos?», en aquest mateix Dossier.
4. Vollset, S. E., Ababneh, H. S., Abate, Y. H., Abbafati, C., Abbasgholizadeh, R., Abbasian, M., Ariffin, H. (2024), «Burden of disease scenarios for 204 countries and territories, 2022–2050: a forecasting analysis for the Global Burden of Disease Study 2021», The Lancet, 403(10.440), 2.204–2.256.
5. OCDE (2025), «OECD Employment Outlook 2025: Can We Get Through the Demographic Crunch?», OECD Publishing, París.

poblacional s'ha estancat i, fins i tot, ha començat a recular. A Espanya, les recents onades migratòries han alleujat momentàniament aquesta situació, però no podran revertir per si soles la tendència d'un menor creixement secular de la població observat a tots els països europeus.

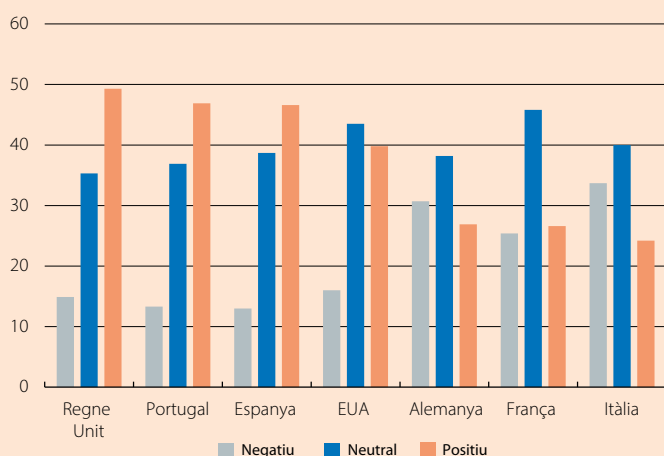
En conseqüència, l'estructura demogràfica global s'està transformant profundament i cada vegada s'assembla menys a una piràmide amb una base ampla formada per joves i un cim més estret format per gent gran. Ben al contrari, l'estructura poblacional adopta una forma més semblant a la d'un obelisc, amb una base estreta, a causa de la baixa natalitat, i una part superior que es va ampliant, arran de la major esperança de vida.

Aquest canvi de silueta reflecteix una transformació que requerirà canvis profunds en un sistema social basat, essencialment, en el fet que les generacions que treballen financen les jubilades. A Espanya, la cohort de 67 anys que entra en la jubilació és, des del 2020, més nombrosa que la cohort de 25 anys que entra de ple al mercat laboral. Aquest «parany demogràfic», en què no es renoven les generacions, s'agreuja en els propers anys. De fet, la proporció de població més gran de 65 anys en relació amb la població de 25 a 64 anys, coneguda com ràtio de dependència, se situa en l'actualitat en el 36% a Espanya, la qual cosa significa que, per cada persona més gran de 65 anys, n'hi ha 2,6 en edat de treballar. Aquesta ràtio de dependència augmentarà de manera clara i arribarà al 61% el 2050, la qual cosa equival al fet que, per cada jubilat, només hi haurà 1,6 persones en edat de treballar (vegeu el tercer gràfic).

En aquest context d'envelliment i d'estancament poblacional, la natalitat seria una primera palanca demogràfica per contrarestar l'envelliment poblacional. La realitat de les últimes dècades i les previsions per a les properes no conviden a l'optimisme pel que fa a aquesta palanca. Les polítiques públiques que redueixin el cost de tenir fills poden ajudar a fomentar la natalitat, però, en general, tenen un impacte molt limitat, i, com ho afirma l'OCDE al seu últim Employment Outlook,⁶ ni les millors polítiques conegudes duren la taxa de fertilitat al nivell de reemplaçament. Així mateix, la natalitat només començaria a impactar en un horitzó més enllà del 2050, ja que no canviaria la realitat demogràfica de la població en edat de treballar en els propers 25 anys.

Impacte de la immigració sobre el desenvolupament del país

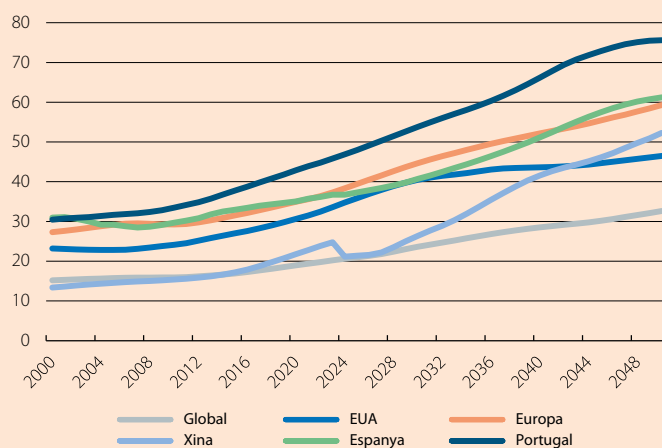
(%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la World Values Survey Wave 7: 2017-2022.

Taxa de dependència

Població de més de 65 anys sobre la població de 25 a 64 anys (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (per a Espanya) i d'UN World Population Prospects 2024 (per a la resta).

Així, doncs, la immigració es presenta com la palanca demogràfica inevitable per contrarestar el declivi poblacional, tot i que ho farà només de forma parcial. Entre el 2022 i el 2024, en un context de rebot dels fluxos migratoris postCOVID, gairebé 1,2 milions d'immigrants van entrar a Espanya. Les previsions de fluxos migratoris de l'INE per als propers anys són igualment significatives, amb entrades netes d'aproximadament 375.000 a l'any fins al 2053, tot i que les previsions demogràfiques de fluxos migratoris són les més subjectes a incertesa. I, no obstant això, els fluxos migratoris necessaris per mantenir la ràtio de dependència actual se situarien al voltant d'un milió d'immigrants a l'any de manera sostinguda durant tres dècades.⁷ Sembla molt complicat rebre fluxos gairebé tres vegades superiors als previstos i, al mateix temps, oferir a la població resultant uns serveis públics adaptats perquè no se saturin en sanitat, en infraestructures, etc. A més a més, la immigració és un tema delicat, ja que afecta aspectes socials, econòmics i culturals, i, a vegades, la

6. OCDE (2025), «[OECD Employment Outlook 2025: Can We Get Through the Demographic Crunch?](#)», OECD Publishing, París.

7. Banc d'Espanya (2024), Informe Anual 2023, Banc d'Espanya, Madrid.

percepció pública pot estar distorsionada. Per exemple, 7 de cada 10 ciutadans europeus sobreestima la proporció de població nascuda a l'estranger al seu país. El 2024, el 13,9% de la població de la UE havia nascut a l'estranger, una xifra que, a Espanya, assolía el 18,2%. Malgrat alguns prejudicis, a la majoria de països europeus, la ciutadania té una visió positiva de l'impacte econòmic de la immigració.⁸ A Espanya i a Portugal, el 47% de la població té una visió positiva de la immigració; el 40%, una visió neutral, i només el 13% la té negativa. No obstant això, en alguns països com Itàlia, les opinions tendeixen a ser més negatives (el 24% a favor vs. el 34% en contra, amb un 40% neutral).

Atès que no sembla que la immigració i un repunt de la natalitat, per si sols, puguin ser capaços de revertir aquesta transformació demogràfica, és imprescindible explorar com l'economia, el sistema de benestar i l'estalvi privat es poden adaptar a aquesta nova realitat poblacional.

Josep Mestres Domènech

8. Segons dades de la World Values Survey Wave 7: 2017-2022.

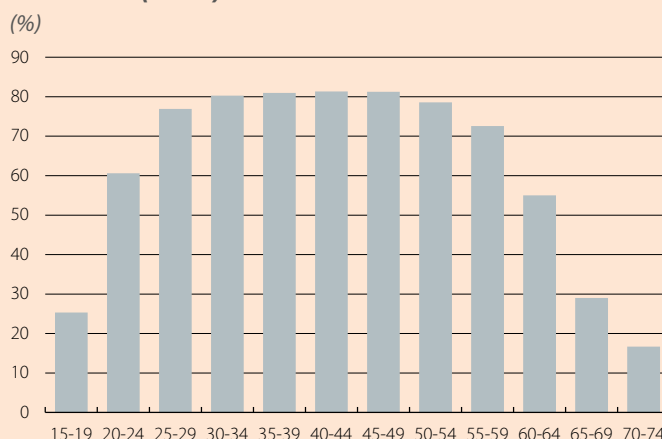
Efectes de l'envelliment sobre el creixement i palanques per mitigar-lo

L'etapa actual de la transició demogràfica global, caracteritzada per un increment de la població cada cop menor i pel seu envelliment (per a més detalls, vegeu l'article «[Demografia i destí: el món que ens espera el 2050 amb menys naixements i amb més longevitat](#)», en aquest mateix Dossier), comporta un seguit de transformacions i de desafiaments d'ample espectre per a l'economia que sembla que han tennit de negativitat les perspectives de creixement mundial per a les properes dècades. No obstant això, el futur no està escrit en pedra i es pot modelar amb les polítiques adequades. Una prova d'això és que el «dividend demogràfic» del qual gaudeix l'Àfrica des de fa dècades no s'ha reflectit en un desenvolupament econòmic significatiu de la regió, en contrast amb el dinamisme del sud-est asiàtic, que s'ha convertit en motor del creixement mundial en els 25 últims anys, encapçalat per una Xina relativament envellida però que ha sabut transformar la seva economia en un competidor global també en productes d'alta tecnologia.

El paper minvant de la demografia en el creixement

Partint de la consideració que l'activitat econòmica d'un país depèn del volum dels seus recursos i de com s'utilitzen i es combinen aquests recursos, la transició demogràfica actual planteja, d'entrada, dos reptes simultanis. D'una banda, un menor creixement de la població alenteix l'increment dels recursos disponibles, en aquest cas, del factor treball. De l'altra, l'envelliment fa que disminueixi el pes dels recursos laborals amb un major grau d'utilització, de manera habitual la població entre els 25 i els 59 anys (vegeu el primer gràfic). Si tenim en compte les projeccions de les Nacions Unides,¹ sembla que la combinació d'aquests dos factors ha de contribuir, *ceteris paribus*, a

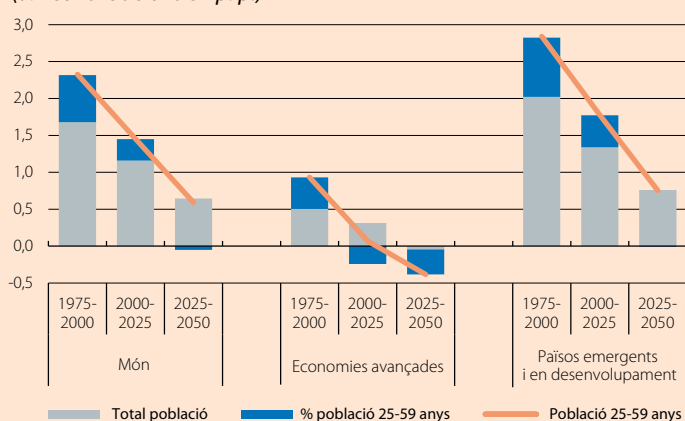
Taxa d'ocupació per grups d'edat als països de l'OCDE (2023)



Nota: Població ocupada sobre població en cada grup d'edat.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.

Variació mitjana anual de la població entre els 25 i els 59 anys

(% i contribucions en p. p.)



Nota: Previsions a partir del 2024.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de les Nacions Unides.

una desaceleració significativa del creixement econòmic en les properes dècades, tant als països avançats, on el total de població ja s'ha estancat en el millor dels casos, com, sobretot, als emergents i en desenvolupament, on, per primera vegada, les persones en edat de treballar perdran pes en el conjunt de la població (vegeu el segon gràfic).²

Marge per tancar el gap de gènere i per prolongar la vida laboral

Entre els elements que podrien ajudar a mitigar els efectes de l'actual transició demogràfica sobre el creixement econòmic, un dels principals àmbits d'actuació són les polítiques dirigides a incrementar l'oferta de treball. En aquest sentit, malgrat la convergència observada en les últimes dècades per factors socials i educatius,³ encara avui persisteixen diferències molt significatives en la taxa de participació laboral entre països i entre els seus grups poblacionals. En aquest sentit, els valors més reduïts entre les dones

i el descens abrupte en el cas dels treballadors de més de 60 anys (vegeu el tercer gràfic per al conjunt de la UE i el contrast entre dos dels seus països membres, Itàlia i Suècia). Entre les palanques que poden comportar un increment de la participació feme-

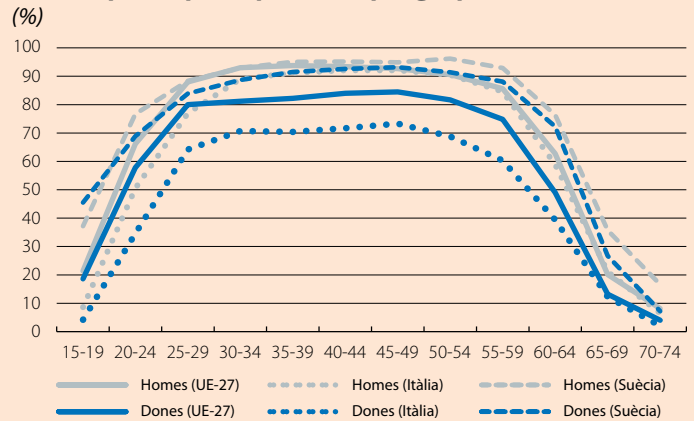
1. Projeccions de població mundial 2024: <https://population.un.org/wpp/>.

2. L'FMI va estimar, a l'informe de previsions de primavera d'enguany, que, amb les polítiques actuals, el creixement global de l'economia entre el 2025 i el 2050 serà 1,1 p. p. inferior al del 2016-2018.

3. Fernández Vildaurreta, C. i Martínez Turégano, D. (2018), «Evolución y perspectivas de la tasa de participación en el área del euro: una visión de largo plazo», Boletín Económico del Banco de España.

nina, s'inclouen, sobretot, polítiques que millorin la conciliació familiar, com les fórmules laborals flexibles a temps parcial, un tractament fiscal no dissuasiu per a segons perceptors i la provisió adequada de serveis d'educació infantil,⁴ mentre que, per prolongar la vida laboral, es pot implementar incentius per ajustar l'edat de jubilació efectiva a la legal, afavorir la compatibilitat de la jubilació amb algunes modalitats d'ocupació, reforçar les polítiques actives amb un aprenentatge continu i millorar les condicions de salut amb què s'afronta l'envelliment.⁵ Així mateix, ateses les diferències entre regions mundials en el grau d'avanç i en la intensitat dels canvis demogràfics i la persistència d'amplies bretxes de desenvolupament econòmic, la gestió dels fluxos migratoris continuarà tenint un paper rellevant.⁶ Només una aplicació ambiciosa d'aquest conjunt de polítiques podrà esmoreir de manera significativa els efectes de la transició demogràfica (vegeu l'exemple per a diferents països de la UE al quart gràfic, basat en les projeccions de les Nacions Unides).⁷

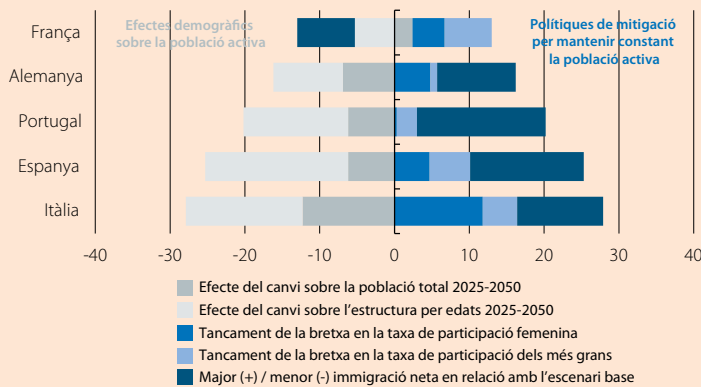
Taxa de participació per sexe i per grup d'edat a la UE *



Notes: * 2023. Població activa sobre població en cada grup.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Població activa als països de la UE: variació 2025-2050

Efectes demogràfics i polítiques de mitigació (%)



Nota: El tancament de la bretxa de gènere assumeix que la taxa de participació femenina augmenta a tots els grups d'edat fins al valor de la masculina; el tancament de la bretxa en els més grans assumeix que la taxa de participació en el grup dels 60 als 74 anys augmenta per als dos sexes fins al valor a Suècia; la major/menor immigració neta té lloc en el grup dels 25 als 59 anys per igualar la població activa del 2050 a la del 2025.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de les Nacions Unides i d'Eurostat.

La productivitat al rescat (gràcies a la IA)?

De manera complementària a un major grau d'ús del factor treball, la seva utilització més eficient, juntament amb els recursos de capital, és també una font clau per neutralitzar el determinisme de l'actual transició demogràfica. Durant les últimes dècades, la productivitat del treball ha continuat augmentant a bon ritme a nivell global, impulsada pel canvi estructural i per l'estabilització macroeconòmica als països emergents, que han facilitat guanys d'eficiència, millores en el nivell educatiu i acumulació de capital productiu (vegeu el cinquè gràfic). No obstant això, l'efecte d'aquests processos tendeix a esgotar-se de forma progressiva a mesura que el grau de desenvolupament econòmic és més avançat i la terciarització sectorial és més intensa, aspectes als quals cal afegir l'estancament gairebé total que observem en la translació del progrés tecnològic a la productivitat total dels factors (PTF).⁸

Pel que fa a aquesta qüestió, els desenvolupaments recents en l'àmbit de la intel·ligència artificial (IA) han obert la porta al fet que aquesta tecnologia d'ús general pugui generar augments en la PTF d'un ampli espectre d'activitats econòmiques, principalment les que precisen d'un major contingut de tasques cognitives, i pugui accelerar els processos d'innovació. No obstant això, la incertesa encara és elevada sobre el grau de complementarietat/substituïbilitat de la IA amb el factor treball,⁹ situació que deixa un marge ampli per als escenaris futurs. Algunes estimacions base situen l'increment de la productivitat laboral als EUA en el rang de l'1%-1,5% anual,¹⁰ la qual cosa permetria compensar l'efecte de la frenada demogràfica sobre el creixement

4. Fluchtman, J., Keese, M. i Adema, W. (2024), «Gender equality and economic growth: Past progress and future potential», OCDE.

5. FMI (2025), «The rise of the silver economy: global implications of population aging», World Economic Outlook.

6. Vegeu, per exemple, per al cas de la zona de l'euro després de la pandèmia, Arce, O., Consolo, A., Días, A. i Weissler, M. (2025), «Foreign workers: a lever for economic growth», BCE.

7. En el cas d'Espanya, les projeccions de l'INE són sensiblement diferents de les realitzades per les Nacions Unides, principalment pel que fa als fluxos d'immigració. Així, mentre que les de les Nacions Unides recullen una mitjana de 60.000-70.000 entrades netes entre el 2025 i el 2050, les de l'INE situen aquesta xifra entre 350.000 i 400.000 persones. Utilitzant aquestes últimes com a referència, estimem que la població activa a Espanya es mantindria relativament estable durant aquest període.

8. Els canvis en la productivitat total dels factors mesuren la variació en la producció d'una economia que no ve explicada per augments en els factors productius (capital i treball). Per exemple, mitjançant un ús més eficient d'aquests factors.

9. Acemoglu, D. (2024), «The simple macroeconomics of AI», NBER.

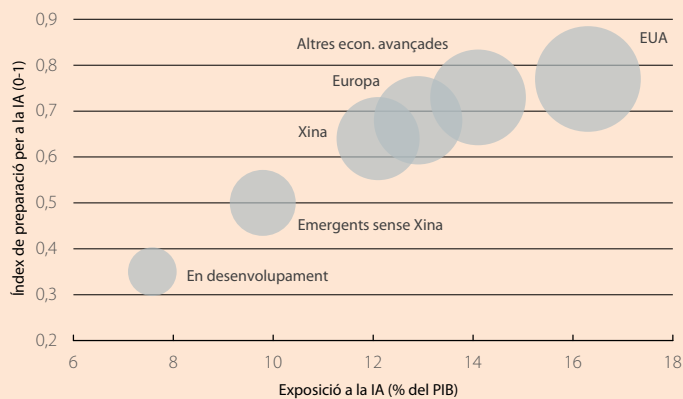
10. Bailly, M., Brynjolfsson, E. i Korinek, A. (2023), «Machines of mind: The case for an AI-powered productivity boom», Brookings; Goldman Sachs (2023), «Generative AI: hype, or truly transformative?».

del PIB comentada més amunt. A la resta del món, els guanys esperats tendrien a ser més moderats, ateses la menor exposició i la menor preparació per a l'adopció de la IA, en què s'inclouen aspectes institucionals, el desplegament de la infraestructura digital i la capacitat professional (vegeu el sisè gràfic).¹¹

Una estratègia àmplia per afrontar els reptes demogràfics

Les polítiques per incrementar l'oferta de treball i per impulsar la productivitat tenen un alt potencial per compensar els efectes de la transició demogràfica. No obstant això, la seva materialització dependrà de forma decisiva de tres factors. En primer lloc, estarà condicionada per l'existència de condicions favorables per a la dinàmica empresarial i per a la creació d'ocupació. A la UE, aquesta necessitat ha trobat eco en la Brúixola de la Competitivitat,¹² que busca revitalitzar la capacitat de creixement de l'economia europea mitjançant les millores en el marc regulador del mercat interior i la mobilització de capital cap a inversions estratègiques. En segon lloc, és necessari que

Exposició i preparació a la IA per regions mundials

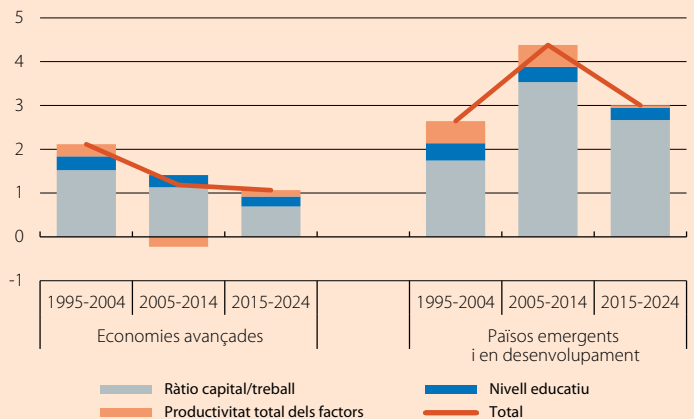


Nota: La dimensió de la bombolla és proporcional al producte de les dues variables, que aproxima la sensibilitat a un xoc de productivitat de la IA.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Cerutti et al. (2025).

Variació mitjana anual de la productivitat real del treball

(p. p.)



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

l'espectre de capacitats i d'habilitats laborals s'adapti als canvis tecnològics, a la transició verda i als nous patrons de demanda d'una societat en envelliment. Per aquest motiu, les polítiques actives del mercat laboral han de minimitzar els costos d'ajust a aquesta nova realitat i les empreses han d'adaptar els llocs de treball, amb una atenció especial a les feines en risc per l'automatització de tasques, guiada ara pels avanços en IA. I, en tercer lloc, el conjunt de polítiques públiques s'ha d'adaptar per afavorir guanys addicionals en el benestar dels ciutadans al mateix temps que manté la disciplina fiscal,¹³ mentre que els agents privats hauran d'ajustar les decisions de consum i d'inversió a les noves condicions de renda i de riquesa del cicle vital.¹⁴ En els dos casos, els efectes distributius dels canvis en curs seran també rellevants per determinar la magnitud dels reptes.

David Martínez Turégano

11. Cerutti, E. M. et al. (2025), «The Global Impact of AI – Mind the Gap», FMI.

12. Vegeu el Focus «Acceleració en el canvi de les prioritats polítiques de la UE», a l'IM04/2025.

13. Vegeu els articles «L'impacte de l'envelliment sobre les finances públiques: un veritable repte per a Espanya i per a Europa» i «Palanques per mitigar l'impacte de la demografia sobre les finances públiques: el cas de les pensions», en aquest mateix Dossier.

14. Vegeu l'article «Una societat envellida pagarà uns tipus d'interès més baixos?», en aquest mateix Dossier.

L'impacte de l'envelliment sobre les finances públiques: un veritable repte per a Espanya i per a Europa

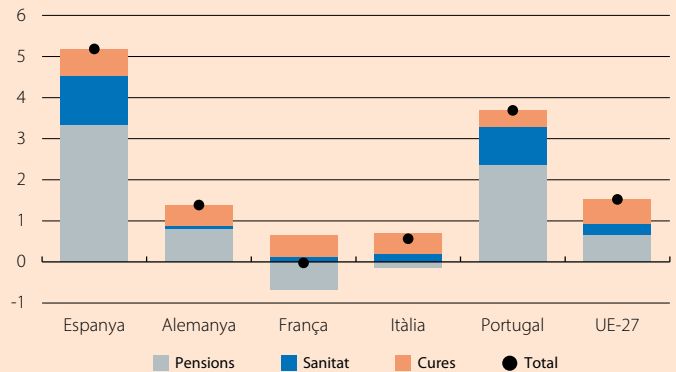
L'envelliment de la població tindrà un impacte de primer ordre sobre les finances públiques de les economies avançades. El mecanisme és conegut: l'envelliment de la població i el consegüent augment de les ràtios de dependència poden disminuir els ingressos fiscals i incrementar la despesa pública de manera substancial. El principal missatge d'aquest article és que la pressió alcista de la demografia sobre les finances públiques serà intensa a Espanya i a Europa.

Envelliment i despesa pública

La part de la despesa pública directament afectada per l'envelliment que es pren com a referència consta de les pensions, de la sanitat i de les cures de llarga durada. La despesa pública en pensions representa el gros de les tres (més del 60% a Espanya), i l'AIReF¹ estima que, sense canvis en les polítiques econòmiques (el que es coneix com escenari a polítiques constants), passaria a Espanya del 12,7% del PIB el 2022 al 16,1% del PIB el 2050 (mitjana estimada de la UE per al 2050: el 12,1% del PIB, segons l'Informe d'Envelliment del 2024 de la Comissió Europea, o simplement AR24). Es tracta d'un augment de 3,4 punts, molt superior a la mitjana de la UE (+0,7 p. p.) i a la resta de les principals economies europees, inclosa Portugal (+2,4 p. p.), tal com s'observa al primer gràfic.² Dos factors ajuden a entendre per què la despesa en pensions exercirà, a mitjà termini, més pressió sobre els comptes públics a Espanya que a la UE: la major generositat del sistema públic de pensions (es projecta a

Augment de la despesa pública en envelliment entre el 2022 i el 2050

(p. p. de PIB)

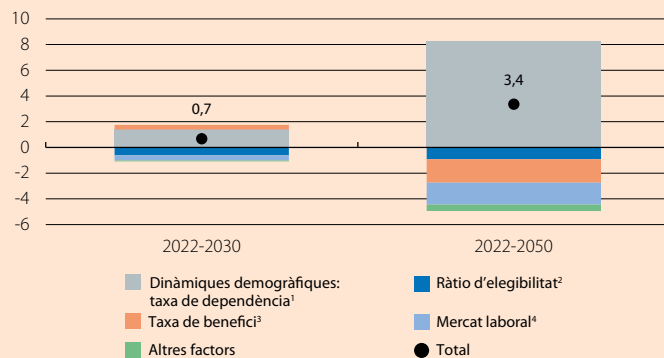


Nota: Escenaris a polítiques constants.

Font: CaixaBank Research, a partir de projeccions de l'Ageing Report 2024 i, en el cas d'Espanya, de l'AIReF (2025), «Opinió sobre la sostenibilitat de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático».

Espanya: determinants de l'augment de la despesa pública en pensions

(p. p. de PIB)



Notes: Escenari a polítiques constants. 1. Població en edat de jubilació entre població en edat de treballar. 2. Nombre de pensionistes entre població en edat de jubilació. 3. Pensió mitjana dividida entre la productivitat aparent del treball (la qual es defineix com el PIB entre les hores treballades). 4. Població en edat de treballar entre les hores treballades. Mostra com es distribueix l'esforç per finançar el sistema entre la força laboral.

Font: CaixaBank Research, a partir de projeccions de l'Ageing Report 2024 i de l'AIReF.

l'AR24 a polítiques constants que la taxa de reemplaçament, és a dir, el quocient entre la pensió d'entrada i l'últim salari d'un individu, seria del 65% a Espanya el 2050, en relació amb el 38,5% a la UE³ i el fet que el baby boom va començar gairebé una dècada més tard a Espanya que al centre d'Europa (es preveu que aquest segon factor ajorni al nostre país el pic de la despesa en pensions en percentatge del PIB fins al 2045-2050).⁴

El principal determinant que explicaria l'augment de la despesa pública en pensions a Espanya és la demografia: s'estima que, a través de la disminució de la relació entre les persones en edat de treballar i les jubilades, la demografia podria tenir una contribució a l'alça sobre la despesa en pensions de més de 8 p. p. de PIB entre el 2022 i el 2050.⁵ No en va, a Espanya, en l'actualitat, per cada persona més gran de 65 anys, n'hi ha 2,6 en edat de treballar, i, el 2050, l'INE projecta que, per cada jubil·lat, només hi haurà 1,6 persones en edat de treballar.⁶ L'impacte de la demografia es veuria parcialment compensat (vegeu el segon gràfic) per la caiguda prevista de la taxa de benefici (el

1. Vegeu la «Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático», publicada per l'AIReF el 31 de març del 2025.
2. Per a la resta de les economies, són estimacions de l'AR24. En el cas d'Espanya, prenem l'AIReF, ja que dona un escenari més actualitzat: incorpora les dades macro del 2023 (a l'AR24 només del 2022) i projeccions demogràfiques que tenen en compte l'evolució demogràfica recent (l'AR24 utilitza les projeccions demogràfiques d'Eurostat realitzades el 2023). A l'AR24, l'augment de la despesa en pensions entre el 2022 i el 2050 seria, de fet, més gran: +4,2 p. p.
3. En l'actualitat, del 76,0% a Espanya i del 45,5% en la mitjana de la UE.
4. Vegeu l'Annual Report of Taxation 2025 de la Comissió Europea.
5. Hem reescalat les magnituds de l'Informe d'Envelliment del 2024 perquè coincideixin amb les més recents dels informes de l'AIReF, que tenen en compte les dades macroeconòmiques més recents.
6. Vegeu l'article «Demografia i destí: el món que ens espera el 2050 amb menys naixements i amb més longevitat», en aquest mateix Dossier. Estimacions similars a les de l'AR24 i l'AIReF.

quocient de la pensió mitjana entre el salari mitjà), per l'augment de la taxa d'ocupació i per una menor ràtio d'elegibilitat⁷ (pensionistes entre la població en edat de jubilar-se). La raó de la importància de la demografia és que, entre el 2022 i el 2050, augmentarà de forma sostinguda el nombre de jubilats, a causa del retir d'un col·lectiu tan nombrós com el dels *baby boomers*,⁸ i aquest augment no es veurà compensat per les noves entrades al mercat laboral, fins i tot amb fluxos migratoris dinàmics.

La despesa sanitària també s'incrementaria de manera notable, en especial a Espanya: en un escenari a polítiques constants, s'estima⁹ que augmentaria 1,2 punts de PIB a Espanya (+0,3 p. p. a la UE), fins al 8,0% del PIB (el 7,2% a la UE), entre el 2022 i el 2050. En canvi, la despesa en cures creixeria 0,6 punts de PIB, tant a Espanya com a la UE.

Així, sumant les pensions, la sanitat i les cures, la despesa pública total relacionada amb l'envelliment passaria a Espanya del 20,3% del PIB el 2022 al 25,5% del PIB el 2050. Es tracta d'un augment de 5,2 punts, clarament superior al de la UE (+1,5 punts). I, en termes de despesa pública primària, la despesa vinculada a l'envelliment representaria a Espanya el 56% del total el 2050, en relació amb el 48% actual.

Demografia i deute públic

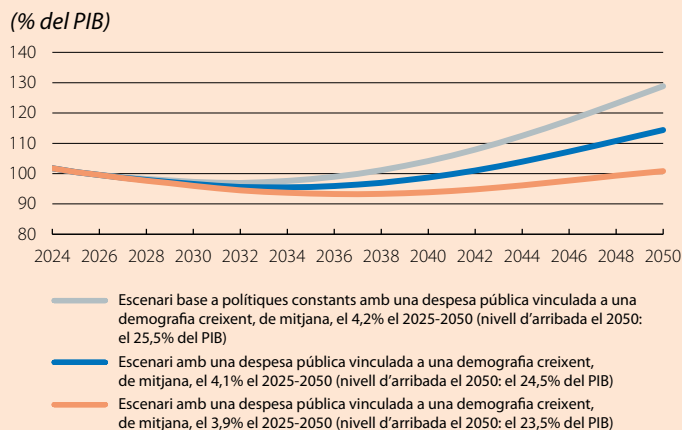
La pressió alcista de l'envelliment sobre la despesa pública és indubtable, però, per tenir la foto completa, paga la pena analitzar l'impacte de l'envelliment sobre el deute públic. L'AIReF ha estimat que, en un escenari il·lustratiu a polítiques constants,¹⁰ el deute públic espanyol augmentaria en gairebé 30 punts de PIB entre ara i el 2050, fins al 129% del PIB (deute el 2024: el 101,8% del PIB), i es documenta que el procés d'envelliment de la població i l'increment de la despesa associada serien els factors desencadenants d'aquest augment. En particular, l'AIReF estima que la major despesa associada a l'envelliment (pensions, sanitat i cures) per si sola faria créixer el deute 57 punts entre ara i el 2050 (situació que es veuria parcialment compensada per altres factors, com una menor despesa en educació per la reducció del nombre d'alumnes, el creixement del PIB, etc.). D'aquests 57 punts, 31 serien per a despesa en pensions, 19 per a sanitat i 7 per a cures.¹¹

Una anàlisi de sensibilitat: el futur no està escrit i no és determinista

Malgrat que l'envelliment de la població pressionarà les finances públiques, no podem deixar de destacar que les estimacions analitzades en aquest article deriven d'escenaris il·lustratius inercials sense noves mesures de política econòmica, més enllà de les adoptades fins a la data. Per aquest motiu, no convé deixar-se dur pel desànim.

Cal destacar que reduir lleugerament el creixement de la despesa pública (ja sigui en les partides vinculades a l'envelliment o en altres) permetria estalvis considerables que atenuarien de forma considerable l'increment del deute públic i, per tant, la hipoteca que deixaríem a les futures generacions. Si ens centrem en la despesa pública relacionada amb l'envelliment, ja hem esmentat que, a polítiques constants, s'estima que passaria del 20,3% del PIB el 2022 al 25,5% del PIB el 2050. Estem parlant d'un creixement anual mitjà del 4,2% en els propers 25 anys. No obstant això, estimem que reduir del 4,2% al 4,1% el creixement anual mitjà d'aquesta despesa (la qual cosa duria el punt d'arribada el 2050 al 24,5% del PIB, en lloc del 25,5% de l'escenari base a polítiques constants) permetria, mantenint inalterats els altres factors,¹² una trajectòria amb un augment clarament inferior del deute

Deute públic: anàlisi de sensibilitat en funció de l'evolució de la despesa pública relacionada amb l'envelliment



Notes: L'escenari base que prenem de referència a polítiques constants és el de l'AIReF. La despesa en envelliment inclou les pensions, la sanitat i les cures de llarga durada.

Font: CaixaBank Research.

7. La ràtio d'elegibilitat contribuirà a mitigar l'augment de la despesa en pensions, en especial durant la primera dècada de la projecció, a causa de la implementació progressiva de l'augment de l'edat legal de jubilació fins a assolir els 67 anys el 2027.

8. Vegeu el Dossier «L'edat d'or dels baby boomers: reptes i oportunitats», a l'IM06/2023.

9. Vegeu la «Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático», publicada per l'AIReF el 31 de març del 2025.

10. Se suposa que no s'adopten noves mesures per reequilibrar els comptes públics. L'AIReF estima, al seu escenari macroeconòmic, un creixement de la població de 3,0 milions entre el 2025 i el 2050, un creixement anual mitjà de la productivitat aparent del treball de l'1,1% el 2025-2050 i un creixement anual mitjà del PIB real de l'1,3% en aquest mateix període.

11. En altres paraules, si l'evolució de les finances públiques no estigués condicionada per les pressions demogràfiques, el deute seguiria una senda descendent i se situaria al voltant del 72% del PIB el 2050 (s'obté el 72% restant a l'estimació de deute del 129% del PIB la contribució a l'alça de la demografia de 57 punts de PIB).

12. No obstant això, tenim en compte que una menor senda de deute públic té un impacte també sobre la factura dels interessos, la qual serà menor (és l'anomenat *snowball effect*).

públic. En concret, aquest deute seria 15 punts de PIB inferior el 2050 al de l'escenari base (el 114% del PIB, en lloc del 129%). I reduir del 4,2% al 3,9% el creixement anual mitjà d'aquesta despesa, assolint un punt d'arribada del 23,5% del PIB el 2050, en lloc del 25,5% de l'escenari base, duria a un deute públic inferior en gairebé 30 punts de PIB el 2050 al de l'escenari base (és a dir, el 101% del PIB, en lloc del 129%).

En definitiva, la demografia exercirà una clara pressió a l'alça sobre la despesa pública a Europa i a Espanya a mitjà termini. No obstant això, l'evolució de les finances públiques a mitjà termini és molt sensible a petits canvis en els supòsits de l'escenari macroeconòmic i a les pròpies estimacions d'augment de la despesa pública, i tot plegat està subjecte a la incertesa intrínseca que envolta l'evolució macroeconòmica del país en els propers 25 anys. I a això se suma que les estimacions a mitjà termini són a polítiques constants, però no podem obviar que l'economia espanyola (i les europees en general) disposa d'un ampli ventall de palanques de política econòmica per esmorteir i per minimitzar l'impacte advers de la demografia sobre les finances públiques. Així, el marge d'actuació és considerable. D'aquestes palanques ens n'ocupem, precisament, al següent article d'aquest Dossier.¹³ El futur no està escrit.

Javier Garcia-Arenas

13. Vegeu «[Palanques per mitigar l'impacte de la demografia sobre les finances públiques: el cas de les pensions](#)», en aquest mateix Dossier.

Palanques per mitigar l'impacte de la demografia sobre les finances públiques: el cas de les pensions

La pressió alcista de la demografia sobre la despesa pública serà el factor preponderant que, si no s'adopten mesures, comportarà un empitjorament dels comptes públics a mitjà termini a les economies desenvolupades.¹ A grans trets, en un escenari a polítiques constants, l'AIReF projecta que la despesa pública en envelliment a Espanya augmentarà, entre el 2022 i el 2050, més de 5 punts de PIB, dels quals 3,4 correspondrien a la despesa en pensions, en relació amb un augment dels ingressos per cotitzacions socials d'1,1 punts.² Per tant, seria necessari augmentar en 2,3 punts de PIB els ingressos per la via de les transferències de l'Estat a la Seguretat Social per finançar la major despesa en pensions, llevat que s'adoptin mesures que redueixin la despesa en percentatge del PIB.³

En aquest article, posem el focus en tres grans palanques proposades pels economistes per mitigar l'impacte de l'envelliment de la població sobre les finances públiques i, en particular, sobre la despesa en pensions: prolongar la vida laboral, millorar la productivitat i atreure més immigració.⁴ Institucions com l'AIReF i com la Comissió Europea han realitzat anàlisis de sensibilitat sobre com els canvis en aquestes palanques podrien incidir sobre la despesa en pensions en percentatge del PIB a Espanya. Es tracta de resultats il·lustratius que cal considerar amb cautela a causa de l'elevada incertesa que envolta l'evolució macroeconòmica del país en els propers 25 anys. A aquestes palanques caldria sumar també les polítiques per potenciar els plans de pensions privats, com a complement ineludible de les pensions públiques, i les mesures per incentivar la natalitat.⁵

Començant per la prolongació de la vida laboral, augmentar la taxa d'ocupació de les persones entre els 55 i els 74 anys alleujaria de forma considerable la pressió de l'envelliment sobre la despesa en pensions. L'Informe d'Envelliment del 2024 (AR24) estima que aconseguir que, a Espanya, aquesta taxa convergeixi en el 70% el 2050, en lloc del 60% previst al seu escenari base a polítiques constants, permetria reduir la despesa en pensions en 1,4 punts de PIB el 2050 en relació amb l'escenari base, gairebé la meitat de l'augment de la despesa projectada (3,4 punts). Assolir la taxa d'ocupació del 70% el 2050 per a les persones entre els 55 i els 74 anys sembla ambiciós. A les principals economies europees, també a polítiques constants, les projeccions de la taxa d'ocupació per a aquesta franja d'edat el 2050 queden per sota d'aquesta xifra.⁶ A Espanya, la taxa actual és del 54%, de manera que arribar al 60% previst⁷ a l'escenari base ja representaria una millora substancial de 6 punts, que incorpora l'impacte del nou disseny del sistema d'incentius per demorar la jubilació de la reforma de pensions del 2023.⁸ Polítiques que aprofundeixin en aquesta via, com permetre compaginar la feina i la pensió, contribuirien a augmentar encara més la taxa d'ocupació d'aquests col·lectius.

Una via que han seguit altres països per prolongar la vida laboral és ajornar l'edat legal de la jubilació. A l'AR24, analitzen l'impacte d'ajornar la jubilació vinculant-la a l'augment de la longevitat, aplicant, en concret, tres quartes parts de l'augment de l'esperança de vida⁹ entre el 2022 i el 2050. Això comportaria que l'edat legal de jubilació a Espanya augmentaria dels 66,2 anys el 2022 fins als 68,2 anys el 2050, ja que s'espera que l'esperança de vida augmenti en gairebé tres anys en aquest període. L'impacte d'aquest ajornament de l'edat de jubilació representaria per si sol una reducció de la despesa en pensions de 0,5 punts de PIB el 2050 en relació amb l'escenari base, en què l'edat de jubilació puja fins als 67 anys el 2027 i es manté constant en aquesta edat fins al 2050. Dinamarca, els Països Baixos, Suècia o Estònia ja han vinculat l'edat de jubilació a l'esperança de vida. Aquests països també solen tenir posicions més favorables en termes de sostenibilitat dels seus sistemes de pensions.¹⁰

1. Vegeu l'article «L'impacte de l'envelliment sobre les finances públiques: un veritable repte per a Espanya i per a Europa», en aquest mateix Dossier.

2. Vegeu la «Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático», publicada per l'AIReF el 31 de març del 2025.

3. Vegeu el Focus «Avaluació de l'AIReF de la reforma de les pensions: primer match ball salvat, però grans reptes a l'horitzó», a l'IM04/2025.

4. Les palanques per pal·liar l'impacte macroeconòmic de l'envelliment es discuteixen de forma detallada a l'article «Efectes de l'envelliment sobre el creixement i palanques per mitigar-lo», en aquest mateix Dossier.

5. Sobre les primeres en parlem de forma detallada a l'article «Com aconseguir que els nostres bauxos cognitius juguin a favor d'augmentar l'estalvi privat en pensions», al Dossier de l'IM06/2023, i els efectes de les segones es farien patents, possiblement, més enllà del 2050.

6. Projeccions de la taxa d'ocupació per a aquesta franja d'edat el 2050: el 63,4% a França, el 64,8% a Alemanya, el 59,9% a Portugal i el 55,9% a Itàlia.

7. Passaria del 57,6% el 2022 al 72,5% el 2050 per a la franja d'edat entre els 55 i els 64 anys i del 6,0% el 2022 al 18,2% el 2050 per a la franja d'edat entre els 65 i els 74 anys.

8. La reforma de la jubilació ajornada inclou una homogeneïtzació i un augment dels percentatges addicionals aplicables per cada any de demora en el càlcul de la pensió inicial, i la possibilitat de substituir l'increment de la pensió per un pagament únic calculat en funció dels anys cotitzats, dels anys de demora i de la pensió inicial. L'AIReF estima que aquestes mesures contribueixen a un increment de l'edat efectiva de jubilació des dels 64,7 anys el 2021 als 65,2 anys actuals i una previsió de 66,2 anys el 2050.

9. Esperança de vida als 65 anys.

10. En concret, la seva despesa pública en pensions en percentatge dels seus ingressos fiscals és inferior a la mitjana europea, segons s'analitza a l'Annual Report of Taxation 2025 de la Comissió Europea.

Millorar la productivitat és la segona gran palanca analitzada en aquest article per contrarestar la pressió demogràfica sobre els comptes públics. La productivitat és la principal font de creixement econòmic a mitjà termini, de manera que accelerar-la reduiria la despesa en pensions en percentatge del PIB, tot i que l'impacte positiu per la via d'un major dinamisme econòmic es veuria parcialment compensat per les majors pensions a pagar, derivades d'uns salaris més elevats. S'estima que un creixement de la productivitat total dels factors (PTF) de l'1,2% de mitjana en els propers 25 anys, en lloc del 0,8% de l'escenari base de l'AIRF, podria disminuir la despesa en pensions el 2050 en 1 punt de PIB i el deute públic en prop de 20 punts en relació amb l'escenari base.¹¹ Si es duen a terme polítiques econòmiques encertades —en educació, en atracció de talent, en un bon entorn institucional...— i si el desplegament de la intel·ligència artificial té un impacte reeixit, és raonable aspirar a assolir aquest ritme a mitjà termini, tot i que es tracta d'un objectiu ambiciós. Per contextualitzar-lo, el creixement anual mitjà de la PTF a Espanya va ser del 0,9% entre el 2015 i el 2019.

Finalment, la immigració pot ser també una palanca propiciadora de la direcció desitjada, atès que és el fenomen demogràfic que afecta de forma més ràpida i directa la població en edat de treballar, un element clau en l'evolució del PIB. S'estima que uns fluxos migratoris nets de 385.400 persones a l'any de mitjana entre el 2024 i el 2050, tal com ho preveu l'INE, en lloc de les 275.200 de l'escenari base de l'AIRF, permetrien reduir la despesa en pensions el 2050 en 0,3 punts de PIB en relació amb aquest escenari base, gràcies al major creixement de l'economia.¹² A més a més, el 2050, el deute públic es reduiria en uns 10 punts de PIB en relació amb l'escenari base, gràcies també als ingressos públics vinculats a les rendes laborals aportades per aquest col·lectiu. Per contextualitzar l'estimació de fluxos, van ser, en la mitjana del 2000-2023, de 356.000¹³ i van assolir els 630.000 el 2000-2008. Així i tot, la incertesa sobre l'impacte d'aquesta palanca és elevada. Segons l'anàlisi de l'AR24, la reducció de la despesa en pensions en percentatge del PIB gràcies a la immigració seria superior, tot i que es parteix de supòsits diferents.¹⁴

Per mesurar l'impacte de la immigració sobre les finances públiques de forma més completa, caldria analitzar les contribucions als ingressos públics realitzades pels immigrants en relació amb els beneficis que rebran al llarg de tot el seu cicle vital (per exemple, l'impacte serà més positiu en el cas dels immigrants joves i amb nivells de formació i aptituds professionals elevats). Les previsions de l'AIRF mostren que el procés d'envelliment es veuria pal·liat en les dècades del 2030 i el 2040, la seva fase àlgida amb la jubilació de la majoria de *baby boomers*, per la incorporació d'immigrants en edats en què l'aportació al sector públic és positiva. Amb posterioritat, aquestes cohorts d'immigrants assolirien la seva etapa d'aportació negativa quan el procés d'envelliment de la població nativa s'hagi estabilitzat i, per tant, la pressió de l'increment de les despeses associades a l'envelliment s'hagi atenuat.

En definitiva, a polítiques constants, es projecta que la despesa pública en pensions augmentarà a Espanya en més de 3 punts de PIB al llarg dels propers 25 anys, 2,3 punts de PIB si es descompta l'augment previst dels ingressos. Un creixement de la productivitat dinàmic, una major retenció dels treballadors més grans al mercat laboral i l'atracció d'immigrants amb una alta formació podrien arribar a compensar aquests 2,3 punts completament en el millor dels mons o, si més no, mitigar-los de forma considerable segons els anàlisis de sensibilitat, subjectes, això sí, a la dificultat inherent de realitzar supòsits macroeconòmics i demogràfics a tan llarg termini. Per tant, el marge de maniobra existeix, i ara és el moment de posar-se a la feina.

Javier Garcia-Arenas, amb la col·laboració de Vânia Duarte

Anàlisi de sensibilitat de la despesa en pensions

(p. p. de PIB de diferència en relació amb l'escenari base)

Política	Detalls	Canvi en la despesa en pensions el 2050 en relació amb l'escenari base (p. p. de PIB)
Augmentar la taxa d'ocupació de treballadors entre els 55 i els 74 anys	Augment amb una convergència 10 punts major en relació amb l'escenari base de l'AR24: el 2050, passaria del 60% al 70%.	-1,4
Allargar l'edat legal de jubilació vinculant-la a l'augment de l'esperança de vida	Aplicar tres quarts de l'augment de l'esperança de vida entre el 2022 i el 2050: jubilació als 68,2 anys en lloc dels 67 anys el 2050.	-0,5
Productivitat alta	Creixement anual mitjà de la PTF de l'1,2% en lloc del 0,8% el 2025-2050.	-1,0
Migració alta	Fluxos nets el 2024-2050 de 385.400 en lloc de 275.200.	-0,3

Font: CaixaBank Research, a partir de l'anàlisi de sensibilitat de l'AR24, llevat de a productivitat i de la immigració, i, en aquest cas, fem una extrapolació lineal a partir de les estimacions de l'anàlisi de sensibilitat de l'AIRF a la seva «Opinió sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático», publicada al març del 2025.

11. Extrapolació a partir de l'anàlisi de sensibilitat de l'AIRF de l'impacte d'augmentar el creixement de la PTF el 10% a la «Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático».

12. Realitzem una extrapolació lineal a partir de l'anàlisi de sensibilitat de l'AIRF segons la qual un augment dels fluxos migratoris nets del 15% el 2024-2050, partint de les 275.200 persones a l'any en l'escenari base, reduiria la despesa en pensions en 1 dècima de PIB en relació amb l'escenari base.

13. Excloent el 2020 i els 2021, anys de mobilitat reduïda a causa de la pandèmia.

14. A l'AR24, l'escenari base és de fluxos nets de 227.000 persones a l'any en la mitjana del 2024 al 2050. Estimen que un augment d'aquests fluxos del 33%, fins a superar les 300.000 a l'any, reduiria la despesa en pensions en 1,4 punts de PIB en relació amb l'escenari base.

Una societat envellida pagarà uns tipus d'interès més baixos?

A les altres pàgines d'aquest Dossier, s'ha analitzat en profunditat com l'envelliment afectarà la capacitat de creixement econòmic i els comptes públics. Tots aquests canvis tindran conseqüències sobre l'oferta i la demanda d'estalvi i, per tant, sobre els tipus d'interès de les economies.

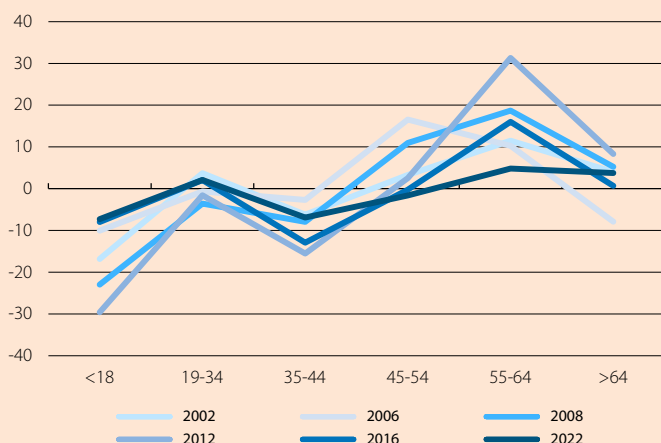
De l'envelliment a l'estalvi: corretges de transmissió

Podem dividir els mecanismes de transmissió de l'envelliment poblacional sobre els tipus d'interès en els que repercuteixen en la demanda i en els que afecten l'oferta d'estalvi. Pel costat de la demanda, cal tenir en compte que l'envelliment poblacional va de bracet d'una reducció de la fertilitat i d'un menor creixement de la població. Això es tradueix en un menor dinamisme del PIB¹ i, en conseqüència, de la inversió: és a dir, una menor demanda d'estalvi que provoca tipus d'interès més baixos. Dit d'una altra manera, com el capital d'una economia es deprecia lentament, el menor creixement de l'economia fa que la ràtio entre l'estoc de capital i el PIB augmenti i genera una abundància relativa de capital que pressiona els tipus d'interès a la baixa.²

Pel costat de l'oferta, hi ha diferents mecanismes, i tots ells deriven de l'anomenada teoria del cycle vital.³ Segons aquesta teoria, la taxa d'estalvi varia al llarg de la nostra vida amb una forma de U invertida: els joves i els ancians estalvien menys, mentre que els de mitjana edat estalvien més. El primer gràfic mostra com aquesta relació es compleix als EUA (i no tan clarament a Itàlia).⁴ La raó és el desig de gaudir d'una qualitat de vida relativament estable al llarg del temps. Així, la teoria del cycle vital suggereix que les persones haurien d'estalviar més en les edats en què perceben uns ingressos més elevats i haurien d'utilitzar aquests estalvis extra per millorar la seva qualitat de vida en les etapes amb un flux menor de rendes (típicament, la joventut i la vellesa).

Itàlia: taxa d'estalvi per edat

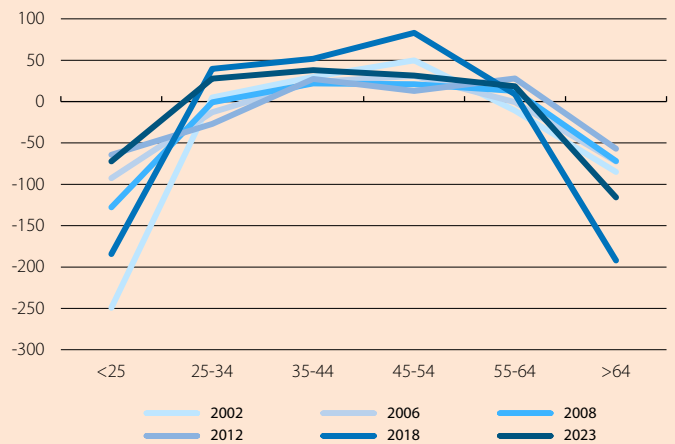
Desviació de la mitjana nacional (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (Banca d'Itàlia).

EUA: taxa d'estalvi per edat

Desviació de la mitjana nacional (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Consumer Expenditure Survey (Bureau of Labor Statistics).

Tenint en compte aquestes fluctuacions de l'estalvi al llarg del cycle vital, l'envelliment poblacional genera dues grans forces pel costat de l'oferta. La primera presumeix un canvi en el comportament dels estalviadors. És que l'envelliment està associat a un augment de l'esperança de vida i dels anys d'inactivitat laboral després de la jubilació. Si les persones desitgen mantenir una qualitat de vida estable al llarg d'una jubilació més llarga, com ho postula la teoria del cycle vital, llavors una major esperança de vida hauria d'esperonar un increment de l'estalvi en els anys d'activitat laboral. És a dir, l'increment en l'esperança de vida hauria de fer créixer l'oferta d'estalvi.

La segona força es basa en canvis en la composició dels estalviadors. D'una banda, l'increment de la població en edat avançada significa un major pes poblacional relatiu d'un segment que, segons la teoria del cycle vital, hauria de tenir taxes d'estalvi més baixes. Aquesta dinàmica deprimeix l'oferta total

1. Vegeu l'article «Efectes de l'envelliment sobre el creixement i palanques per mitigar-lo», en aquest mateix Dossier.

2. Vegeu Jones, C. (2023), «Aging, secular stagnation, and the business cycle», Review of Economics and Statistics, 105(6), 1.580-1.595.

3. Ando, A. i Modigliani, F. (1963), «The 'life-cycle' hypothesis of saving: aggregate implications and tests», American Economic Review, 53(1), 55-84.

4. A Espanya, segons les dades internes de CaixaBank Research, també s'observa una relació clara de U invertida entre la taxa d'estalvi i l'edat.

d'estalvi. No obstant això, el tercer gràfic il·lustra com la població en edat avançada és, alhora, un grup que acostuma a tenir una major bossa d'estalvi acumulat al llarg de la seva vida (ja sigui en actius immobiliaris o financers), i, per tant, si la població en edat avançada augmenta en termes relatius, també hauria de fer-ho l'oferta d'estalvi total. En conjunt, els canvis de composició poblacional tenen un efecte incert, perquè ens presenten dues forces contraposades: un efecte flux (taxa d'estalvi més baixa) i un efecte estoc (major bossa d'estalvi acumulat).⁵

Finalment, hi ha un altre mecanisme que va més enllà de l'oferta i de la demanda d'estalvi. Els tipus d'interès nominals depenen també de la inflació, atès que normalment parlem de tipus d'interès en termes d'una moneda, com l'euro o el dòlar, i no en «unitats reals». Si l'envelliment poblacional fa que el factor treball sigui més escàs (per exemple, per una reducció del percentatge de treballadors), es podria observar un major dinamisme del creixement salarial i, per tant, de la inflació, la qual cosa acabaria pressionant a l'alça els tipus d'interès en termes nominals.⁶ No obstant això, en la transició demogràfica, també pot haver-hi desinflació si la pèrdua de creixement econòmic va més de pressa que la reconfiguració de l'estructura productiva (la demanda perdria dinamisme més de pressa que l'oferta).

L'efecte net sobre els tipus d'interès

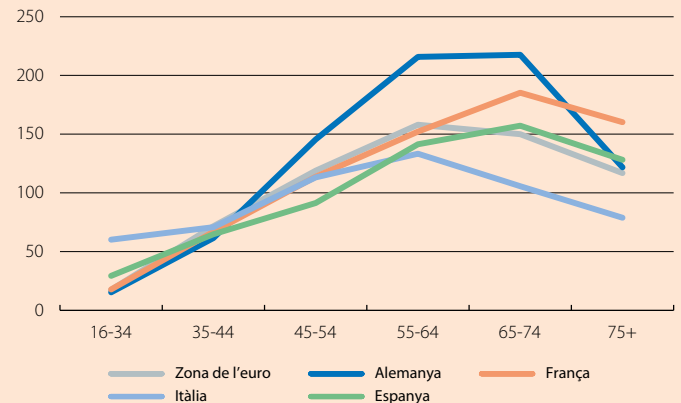
La barreja de mecanismes amb diferents impactes sobre l'oferta i la demanda d'estalvi i sobre les expectatives d'inflació impedeix arribar a conclusions inequívokes. Mentre que el menor creixement econòmic, la major esperança de vida i l'efecte «estoc d'estalvi» tendeixen a pressionar els tipus a la baixa, l'efecte «flux d'estalvi» i la tracció entre creixement salarial i inflació els pressionen a l'alça.

Una manera de dirimir l'efecte net sobre els tipus d'interès és construir un model econòmic que contingui, com a ingredients, totes les forces discutides. Això és el que fan estudis com els d'Auclert *et al.* (2021),⁷ FMI (2023)⁸ o Lisack *et al.* (2017).⁹ I, segons tots aquests models, l'envelliment poblacional comporta, net, uns tipus d'interès més baixos. No obstant això, cada model té el seu matís. D'una banda, l'FMI considera que, com la transició demogràfica està avançada, el seu impacte sobre els tipus d'interès en el futur serà moderat. En canvi, Lisack *et al.* (2017) emfatitzen el canal de l'esperança de vida (que continuarà progressant) i estimen encara una pressió a la baixa rellevant sobre els tipus d'interès en l'horitzó 2040. En el mateix sentit, Auclert *et al.* (2021) ressalten l'efecte «estoc d'estalvi» i projecten una pressió a la baixa persistent en l'horitzó fins al 2050. Un monogràfic del mateix BCE¹⁰ també estima un impacte negatiu persistent.

Així i tot, aquests resultats no estan lliures d'incertesa.¹¹ Més enllà de les particularitats de cada model, hi ha la qüestió de com canviaria el comportament real de les persones. Per exemple, una major longevitat laboral suavitzaria les pressions a la baixa sobre els tipus d'interès. Així mateix, la relació de U invertida entre la taxa d'estalvi i l'edat no deixa de ser un postulat teòric, i, de fet, no es compleix amb la mateixa fortalesa ni en tots els països ni en tots els moments del temps (es pot comparar el cas més canònic dels EUA, al primer gràfic, amb les desviacions que presenta Itàlia, al segon). En definitiva, igual que a la resta dels articles d'aquest Dossier, pel que fa als tipus d'interès, la clau torna a ser quines palanques s'activaran per gestionar les forces demogràfiques.

Riquesa neta mitjana per grup d'edat

(% de la mitjana nacional)



Nota: La riquesa neta és la diferència entre els actius (inclosos els immobiliaris i els financers) i els passius totals.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Household Finance and Consumption Survey (Eurosistema).

5. Lisack, N., Sajedi, R. i Thwaites, G. (2017), «Demographic trends and the real interest rate», Bank of England Staff Working Paper.

6. Goodhart, C. A. E. i Pradhan, Manoj (2020), «The great demographic reversal», Economic Affairs, 40 (3).

7. Auclert, A. *et al.* (2021), «Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century», National Bureau of Economic Research Working Paper.

8. FMI (2023), «The natural rate of interest: drivers and implications for policy», capítol 2 del World Economic Outlook de l'abril del 2023.

9. Vegeu la referència de la nota al peu 5.

10. Brand, C., Bielecki, M. i Penalver, A. (2018), «The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy», ECB Occasional Paper.

11. Vegeu la discussió en un article previ, «El cicle demogràfic de l'estalvi i els tipus d'interès», al Dossier de l'IM11/2018.

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 Immobiliari 2S 2025

Es confirma que el sector immobiliari espanyol es troba en plena fase expansiva el 2025. La reactivació de la demanda s'ha activat, però la producció d'habitatge nou encara no arriba a nivells suficients per equilibrar el mercat. El dèficit acumulat d'habitatge és un dels factors que expliquen les pressions sobre els preus, que continuen accelerant-se i dificulten l'accés a l'habitatge, especialment a les zones de més demanda.



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.

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

