

# IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 497 | FEBRER 2025



## ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

---

### MERCATS FINANCERS

*La Xina i l'acumulació de primeres matèries:  
estratègia o creixement?*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*Mesurant el marge de maniobra fiscal  
de Trump 2.0*

## ECONOMIA ESPANYOLA

---

*Estratègia del Tresor 2025 en un context  
de reducció del dèficit públic espanyol*

*Noves previsions per al sector immobiliari  
espanyol: el cicle alcista es consolida el 2025*

*L'estabilitat de l'ocupació millora a Espanya*

**INFORME MENSUAL****Febrer 2025**

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

**CaixaBank Research**[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)**Enric Fernández**

Economista en cap

**José Ramón Díez**

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

**Oriol Aspachs**

Director d'Economia Espanyola

**Sandra Jódar**

Directora de Planificació Estratègica

**Adrià Morron Salmeron i****Nuria Bustamante**Coordinadors de l'*Informe Mensual***BPI Research (UEEF)**[www.bancobpi.pt/](http://www.bancobpi.pt/)<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)**Paula Carvalho**

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:  
6 de febrer de 2025

**ÍNDEX****1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS****9** *La Xina i l'acumulació de primeres matèries: estratègia o creixement?*

Beatriz Villafranca

**12 ECONOMIA INTERNACIONAL****14** *Mesurant el marge de maniobra fiscal de Trump 2.0*

Isabela Lara White

**18 ECONOMIA ESPANYOLA****20** *Estratègia del Tresor 2025 en un context de reducció del dèficit públic espanyol*

Javier García-Arenas

**22** *Noves previsions per al sector immobiliari espanyol: el cicle alcista es consolida el 2025*

Judith Montoriol Garriga

**24** *L'estabilitat de l'ocupació millora a Espanya*

Nuria Bustamante i Sergio Díaz

**27 ECONOMIA PORTUGUESA**

## Agenda Trump: una qüestió d'equilibri

Les primeres setmanes de Trump a la Casa Blanca han estat un *totum revolutum* de mesures, amb implicacions difícils de quantificar en termes econòmics i financers, perquè, en alguns casos, s'estan utilitzant instruments de política econòmica (aranzels) com a eina de política exterior, la qual cosa dificulta anticipar l'objectiu final perseguit i les dinàmiques d'ajust de les variables econòmiques. Ateses les dificultats per filtrar l'elevat soroll existent, els mercats financers mantenen una actitud cautelosa i anticipen que, a curt termini, no hi haurà canvis excessius en les tendències de creixement (la desregulació i les baixades d'impostos compensaran els aranzels i les restriccions d'immigració al mercat de treball) i que el preu que caldrà pagar en termes d'inflació serà moderat. La qual cosa comporta confiar en el paper estabilitzador dels mercats mateixos («bond vigilants») i en el contrapès de la Fed, així com en la flexibilitat de l'oferta mundial per adaptar-se a les noves restriccions que aniran apareixent pel camí. La paradoxa és que els canvis els lidera, precisament, el país amb un millor comportament econòmic postpandèmia, gràcies a una combinació de polítiques econòmiques (fiscal, monetària i industrial) més encertada que en altres regions i a l'efecte positiu de la immigració al mercat de treball. La «nova» visió dels intercanvis comercials com un joc de suma zero pot ampliar les divergències econòmiques i monetàries mundials i desequilibrar l'aterratge ordenat en què estava immers el cicle d'activitat mundial després dels ensurts dels últims anys.

Per tant, la principal amenaça per als escenaris econòmics en els propers mesos és un nou xoc d'oferta, provocat, aquesta vegada, per l'inici d'una guerra comercial, amb una intensitat que, ara com ara, desconeixem. El que, de moment, tenim damunt la taula és una pujada («congelada» durant un mes) de 25 p. p. en l'aranzel sobre les importacions nord-americanes procedents de Mèxic i del Canadà, a més de 10 p. p. addicionals, que ja són efectius, sobre els productes amb origen a la Xina, increment al qual ha respost de forma mesurada el país asiàtic, amb un aranzel del 10%-15% sobre els productes energètics i els automòbils, entre altres mesures (limitacions al comerç de terres rares, etc.). Pel que fa a l'estratègia de negociació nord-americana, el més lògic és pensar que, en el cas de Mèxic i del Canadà, estem parlant d'un aranzel màxim que es pot reduir, mentre que, en el cas de la Xina, seria la situació contrària. Mentre esperem les mesures aplicades a Europa i a la resta del món, i si anticipem que l'aranzel mitjà nord-americà passa del 2,4% actual al 10% (la qual cosa representaria màxims des de fa més de sis dècades), l'efecte sobre el creixement seria inferior a 5 dècimes per a la UE (cinc o sis vegades més per al Canadà i Mèxic).

Tot i que la incertesa relativa als impactes sobre l'activitat continua sent molt elevada, perquè cal tenir en compte l'evolució del tipus de canvi, la disposició dels consumidors a pagar més per determinats productes, la possibilitat que el comerç es desviï cap a altres zones geogràfiques, els efectes sobre les expectatives dels agents econòmics i, de forma molt rellevant, l'adopció de mesures equivalents per part dels països afectats. Sense comptar amb les conseqüències de desmantellar cadenes de valor tan eficients com les existents entre els EUA, el Canadà i Mèxic. Menys dubtes suscitaven els efectes sobre la inflació, que seran clarament negatius als EUA i molt diluïts a Europa, per la feblesa del cicle d'activitat i per l'excés d'oferta global que pot buscar acomodament als mercats europeus. El que implicaria una ampliació del diferencial de tipus d'interès a les dues bandes de l'Atlàntic i la possibilitat d'una ruptura de paritat en el tipus de canvi dòlar/euro. Sent, precisament, el comportament del dòlar i dels tipus d'interès a llarg termini als EUA la variable que pot moderar les temptacions a sobreaccionar per part de les autoritats nord-americanes. Sense oblidar l'element a l'habitació que és la política fiscal, de la qual, ara com ara, s'ha parlat poc, més enllà d'alguna retallada de despesa en agències federals, com la dedicada a l'ajuda al desenvolupament. El que torna a posar de manifest que la part més feble de la cadena en el procés de transformació de l'economia mundial seran els països de renda baixa.

En definitiva, estem assistint a una acceleració de la reconfiguració de l'ordre econòmic mundial que ja estava en marxa abans de la pandèmia, i, en aquest procés de transició, veurem guanyadors i perdedors. En termes macroeconòmics, aquest procés d'ajust pot ser ordenat, però no és senzill passar dels vells als nous equilibris sense algun ensurt pel camí, sobretot quan paraules com cooperació, coordinació o multilateralisme semblen en desús. Potser és excessiu afirmar, com Martin Wolf, que la pujada aranzelària canviarà el món, perquè anuncis com els avanços en IA assolits per DeepSeek (estimulats, precisament, per les restriccions a l'exportació) tenen un potencial transformador molt superior a qualsevol tan vell com el mercantilisme, però, si més no, és un senyal de per on bufaran els vents a curt termini. Així que toca navegar en un entorn en transformació, sotmès a xocs molt més nombrosos, mentre els avanços en IA es van disseminant per l'economia i permeten un salt en productivitat. La clau és que l'ajust es produeixi de manera ràpida i equilibrada.

José Ramón Díez  
Febrer 2025

Cronologia

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div>GENER 2025</div> <div><div>10</div>El programa Copernicus de la UE informa que el 2024 va ser l'any més càlid registrat i el primer en què se supera la marca d'1,5 °C per damunt de la mitjana preindustrial.</div> <div><div>30</div>El BCE retalla els tipus d'interès en 25 p. b. i abaixa el tipus <i>depo</i> fins al 2,75%.</div> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Agenda

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div>FEBRER 2025</div> <div><div>3</div>Zona de l'euro: avanç de l'IPC (gener).</div> <div><div>4</div>Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).</div> <div><div>5</div>Portugal: ocupació i atur (4T).</div> <div><div>7</div>Espanya: producció industrial (desembre).</div> <div><div>10</div>Portugal: comerç internacional (desembre).</div> <div><div>14</div>Portugal: salari brut mensual mitjà per treballador (4T).</div> <div><div>17</div>Japó: PIB (4T).<br/>Espanya: comerç exterior (desembre).</div> <div><div>18</div>Portugal: índex de preus industrials (gener).</div> <div><div>24</div>Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (desembre).</div> <div><div>27</div>Espanya: avanç de l'IPC (febrer).<br/>Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).</div> <div><div>28</div>Espanya: balança de pagaments (desembre).<br/>Portugal: desglossament del PIB (4T).<br/>Portugal: avanç de l'IPC (febrer).</div> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

## 2024: un any per recordar

L'economia espanyola ha tancat un any per recordar, amb registres extraordinàriament positius. Extraordinaris, perquè han superat amb escreix les expectatives prèvies. I extraordinaris, perquè s'han produït en un context que no ha estat especialment favorable. De fet, el context ha estat advers en diverses dimensions. Però, segurament, el més important és que, més enllà de les grans xifres macroeconòmiques, la bona marxa de l'economia espanyola, i en especial del mercat laboral, està propiciant que la situació de les llars millori, tot i que encara són molts els col·lectius que es troben en una situació difícil.

Les previsions que es fan a un any vista rarament encerten la dècima. En els 15 últims anys, la mitjana de les previsions de creixement de les principals cases d'anàlisi només ho ha aconseguit una vegada. Les previsions de CaixaBank Research només han fet diana en dues ocasions. En general, el món dels profetes econòmics està poblat per persones pessimistes o conservadores. És preferible que les coses vagin millor del que s'esperava que no que t'engampi el toro. Així, el 63% de les vegades, el creixement econòmic acaba sent superior al pronosticat. No obstant això, en la majoria de les ocasions, les desviacions són relativament petites, de 0,6 p. p. de mitjana. Poques vegades superen el punt percentual. En canvi, en els dos últims anys, el creixement econòmic ha estat gairebé 2 p. p. superior al previst: 1,7 punts el 2023 i 1,9 punts el 2024. Normalment, quan hi ha sorpreses positives a Espanya, també n'hi ha a Europa d'una magnitud similar. Però aquest cop no ha estat així. Tal com s'esperava, la situació econòmica europea s'ha mantingut relativament feble, la qual cosa fa que la sorpresa de l'economia espanyola sigui encara més remarcable.

En part, el dinamisme de l'economia espanyola ha estat fruit d'un creixement demogràfic superior a l'esperat. Això ha impulsat l'activitat i la generació d'ocupació. El 43% de l'augment dels afiliats a la Seguretat Social correspon a estrangers. Això també ha impulsat el consum de les llars, que, l'any passat, va aportar al voltant de la meitat del creixement del PIB. El consum públic també va ser superior a l'esperat. El major creixement de l'economia i, de retruc, dels ingressos de les Administracions públiques va permetre una major despesa pública, sense que, previsiblement, s'hagi generat una desviació significativa del dèficit públic. Malgrat que això també vol dir que no s'ha aprofitat la conjuntura favorable per accelerar el ritme de sanejament dels comptes públics. Finalment, la demanda externa i, en especial, les exportacions de serveis van ser l'altre puntal del creixement. Durant els primers compassos de l'any, el

protagonisme va ser per a les exportacions de serveis no turístics, que es van consolidar com la principal partida exportadora de serveis, amb un pes del 7,4% del PIB. Per la seva banda, les exportacions de serveis turístics també van mantenir un dinamisme sorprenent, i el seu pes se situa ja en el 5,4% del PIB.

Més enllà dels principals factors que van impulsar el creixement de l'economia espanyola, hi ha dos elements que, l'any passat, no van tenir tant de protagonisme, però que poden ser claus de cara al futur. El primer és la recuperació de la inversió, que sembla que es va començar a forjar en el tram final del 2024. Fins llavors, la inversió s'havia mantingut relativament feble, frenada per l'augment dels tipus d'interès dels últims anys. En el 4T, va avançar un destacable 3,4%, impulsada per la inversió en béns d'equipament. La reducció dels tipus d'interès, que tot fa pensar continuarà enguany, juntament amb l'execució dels fons NGEU, hauria de facilitar que la recuperació de la inversió es consolidi i es converteixi en un dels puntals del creixement de l'economia espanyola enguany, tot i que la incertesa ho pot dificultar.

L'altre element destacable és el ritme d'avanç de la productivitat, que es va accelerar de manera notable el 2024. En concret, el creixement del PIB per hora treballada va assolir l'1,3% en el conjunt de l'any, en relació amb el 0,7% del 2023 i amb el 0,6% de mitjana dels 10 últims anys. Perquè la economia espanyola pugui mantenir un ritme de creixement dinàmic i sostenible, sense dependre dels vaivens demogràfics, i perquè es pugui traduir en millores del benestar econòmic del conjunt de la població, és clau que el creixement de la productivitat es consolidi en cotes similars a les de l'any passat. A més a més, en un context internacional que es va tornant cada vegada més incert, això també facilitaria que l'economia espanyola sigui més resiliència.

**Oriol Aspachs**

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

### Mercats financers

|                            | Mitjana<br>2000-2007 | Mitjana<br>2008-2019 | Mitjana<br>2020-2022 | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>TIPUS D'INTERÈS</b>     |                      |                      |                      |        |        |        |        |
| <b>Dòlar</b>               |                      |                      |                      |        |        |        |        |
| Fed funds (límit inferior) | 3,18                 | 0,54                 | 0,67                 | 5,25   | 4,25   | 3,00   | 3,00   |
| SOFR 3 mesos               | 3,62                 | 1,01                 | 1,07                 | 5,37   | 4,37   | 3,07   | 3,10   |
| SOFR 12 mesos              | 3,86                 | 1,48                 | 1,48                 | 4,95   | 4,19   | 3,10   | 3,15   |
| Deute públic 2 anys        | 3,70                 | 1,04                 | 1,21                 | 4,46   | 4,24   | 3,35   | 3,38   |
| Deute públic 10 anys       | 4,69                 | 2,57                 | 1,76                 | 4,01   | 4,40   | 3,80   | 3,90   |
| <b>Euro</b>                |                      |                      |                      |        |        |        |        |
| Depo BCE                   | 2,05                 | 0,20                 | -0,30                | 4,00   | 3,09   | 2,00   | 2,00   |
| Refi BCE                   | 3,05                 | 0,75                 | 0,20                 | 4,50   | 3,24   | 2,15   | 2,15   |
| €STR                       | -                    | -0,54                | -0,38                | 3,90   | 3,06   | 2,01   | 2,01   |
| Euríbor 1 mes              | 3,18                 | 0,50                 | -0,32                | 3,86   | 2,89   | 2,04   | 2,04   |
| Euríbor 3 mesos            | 3,24                 | 0,65                 | -0,21                | 3,94   | 2,83   | 2,06   | 2,07   |
| Euríbor 6 mesos            | 3,29                 | 0,78                 | -0,07                | 3,93   | 2,63   | 2,12   | 2,12   |
| Euríbor 12 mesos           | 3,40                 | 0,96                 | 0,10                 | 3,68   | 2,44   | 2,18   | 2,16   |
| <b>Alemanya</b>            |                      |                      |                      |        |        |        |        |
| Deute públic 2 anys        | 3,41                 | 0,35                 | -0,21                | 2,55   | 2,02   | 2,05   | 2,00   |
| Deute públic 10 anys       | 4,30                 | 1,54                 | 0,14                 | 2,11   | 2,22   | 2,00   | 2,15   |
| <b>Espanya</b>             |                      |                      |                      |        |        |        |        |
| Deute públic 3 anys        | 3,62                 | 1,69                 | 0,18                 | 2,77   | 2,26   | 2,32   | 2,39   |
| Deute públic 5 anys        | 3,91                 | 2,19                 | 0,38                 | 2,75   | 2,48   | 2,41   | 2,53   |
| Deute públic 10 anys       | 4,42                 | 3,17                 | 0,99                 | 3,09   | 2,90   | 2,80   | 2,95   |
| Prima de risc              | 11                   | 164                  | 85                   | 98     | 68     | 80     | 80     |
| <b>Portugal</b>            |                      |                      |                      |        |        |        |        |
| Deute públic 3 anys        | 3,68                 | 3,33                 | 0,07                 | 2,33   | 2,03   | 2,53   | 2,63   |
| Deute públic 5 anys        | 3,96                 | 3,94                 | 0,35                 | 2,42   | 2,15   | 2,56   | 2,71   |
| Deute públic 10 anys       | 4,49                 | 4,67                 | 0,96                 | 2,74   | 2,68   | 2,75   | 2,95   |
| Prima de risc              | 19                   | 314                  | 82                   | 63     | 46     | 75     | 80     |
| <b>TIPUS DE CANVI</b>      |                      |                      |                      |        |        |        |        |
| EUR/USD (dòlars per euro)  | 1,13                 | 1,26                 | 1,13                 | 1,09   | 1,05   | 1,00   | 1,04   |
| EUR/GBP (lliures per euro) | 0,66                 | 0,84                 | 0,87                 | 0,86   | 0,83   | 0,86   | 0,83   |
| EUR/JPY (yens per euro)    | 129,56               | 126,41               | 129,91               | 156,99 | 161,18 | 158,00 | 154,00 |
| <b>PETROLI</b>             |                      |                      |                      |        |        |        |        |
| Brent (\$/barril)          | 42,3                 | 80,1                 | 71,0                 | 77,3   | 73,1   | 73,5   | 69,2   |
| Brent (euros/barril)       | 36,4                 | 62,5                 | 63,9                 | 70,9   | 69,9   | 73,5   | 66,5   |

Previsions

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

### Economia internacional

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

Previsions

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

### Economia espanyola

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

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

Previsions

### Economia portuguesa

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

Previsions

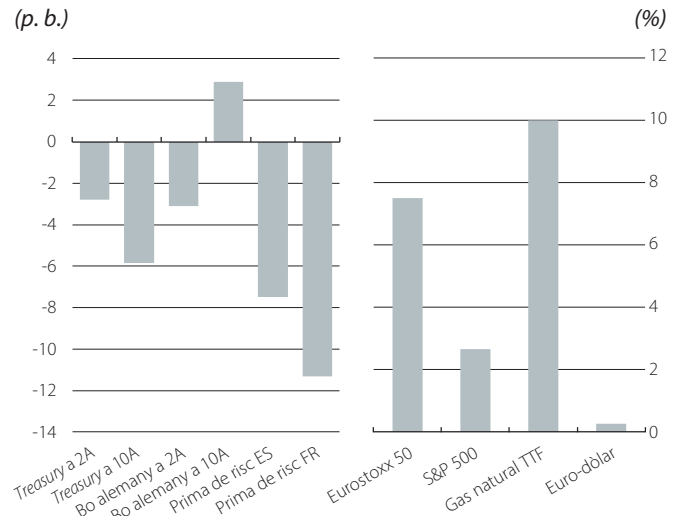
## Anades i tornades als mercats financers

**Un mes d'anada i tornada a gairebé tots els racons del mercat.** El 2025 va començar amb un mes de contrastos: d'una banda, uns bancs centrals que van actuar en línia amb el que s'esperava (retallada de tipus del BCE de 25 p. b., sense canvis en la Fed) i van donar estabilitat al mercat. En altres actius, però, diversos factors van sacsejar el mercat: el deute sobirà i les divises van patir moviments d'anada i tornada tant per la desinflació gradual a la zona de l'euro i als EUA com pels primers moviments de política econòmica de l'Administració Trump. En renda variable, l'avanç tecnològic xinès en intel·ligència artificial amb DeepSeek va causar intenses correccions en el preu de les companyies tecnològiques de tot Occident, tot i que, en molts casos, van ser poc duradores. Al mercat de primeres matèries, per la seva banda, els preus del gas natural europeu i dels metalls preciosos van repuntar amb força. Amb tot això damunt la taula, l'inici de l'any exemplifica com els riscos polítics i geoeconòmics poden continuar dirigint el mercat.

**La política monetària compleix les expectatives al gener.** Així, el BCE va situar el tipus *depo* en el 2,75%, amb la cinquena rebaixa de 25 p. b. des del juny. Tot i que encara manté el nivell dels tipus d'interès en terreny restrictiu, Lagarde va mostrar confiança que els tipus continuaran baixant. Els implícits del mercat monetari apunten a una nova retallada de 25 p. b. al març i cotitzen que el tipus *depo* s'estabilitzarà entre l'1,75% i el 2,00% durant la segona meitat del 2025. Per la seva banda, la Fed va mantenir els tipus sense canvis (*fed funds* en el rang del 4,25%-4,50%), i Powell va indicar que no tenien pressa per abaixar-los i que preferien esperar i avaluar l'impacte de les mesures econòmiques de Trump. Tenint això en compte, els implícits del mercat monetari descompten que la Fed acabarà situant els tipus al voltant del 4,00% cap al final del 2025, la qual cosa implicaria entre una i dues retallades de 25 p. b. en el conjunt de l'any. El Banc del Japó, d'altra banda, va apujar els tipus en 25 p. b. (el tipus de referència se situa ara en el 0,50%) i va revisar a l'alça les previsions d'inflació. A més a més, en les últimes setmanes, diversos responsables del banc s'han mostrat disposats a continuar apujant tipus davant la perspectiva que la inflació aconsegueixi deixar enrere la feblesa de les últimes dècades d'una manera més sostinguda.

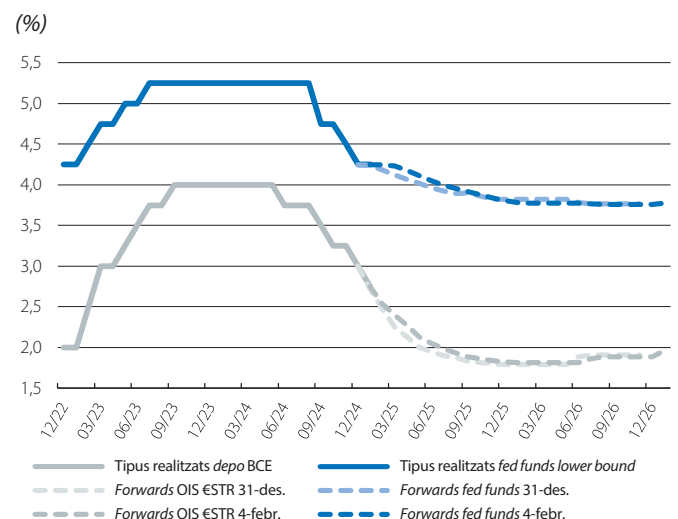
**El deute sobirà busca direcció.** Els tipus sobirans van començar l'any prolongant el repunt que van iniciar al desembre, en especial en els trams llargs de la corba, davant la perspectiva d'una major incertesa econòmica en el futur. Aquesta tendència es va revertir cap a la meitat del mes, després de la publicació d'unes dades de la inflació nord-americana millors del que s'esperava en la rúbrica nucli, i fins a l'última setmana, quan la retòrica proteccionista de l'Administració Trump es va intensificar. Els anuncis sobre els aranzels dels EUA es van saldar amb uns tipus d'interès sobirans a la baixa, tant als EUA com a la zona de l'euro. Així mateix, les primes de risc sobiranes de la

### Funcionament mensual dels principals actius financers



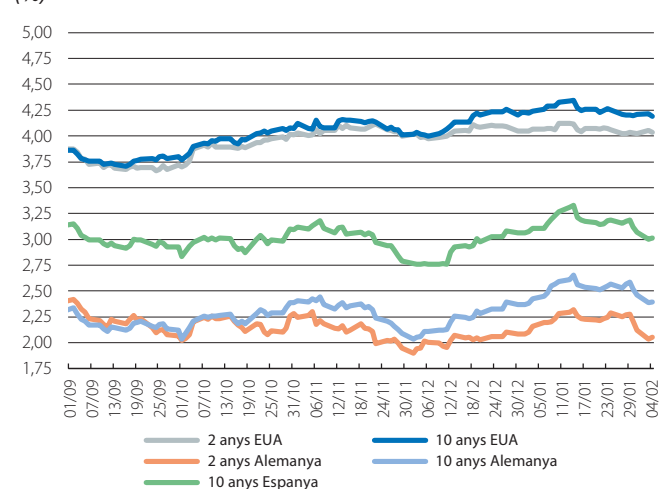
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Expectatives del mercat sobre els tipus d'intervenció



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

### Evolució dels tipus d'interès sobirans



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

perifèria es van reduir, amb un comportament relativament millor de la francesa (després que l'Ecofin avalés les recomanacions fiscals de la Comissió). Atès aquest comportament, els tipus sobirans japonesos van repuntar en el context de pujades de tipus del banc central, mentre que el deute britànic –la referència del qual a 10 anys va arribar a assolir màxims des del 2008– va registrar cessions en el mes, més intenses en els trams curts, davant la falta de dinamisme de les dades econòmiques i la moderació de la inflació subjacent.

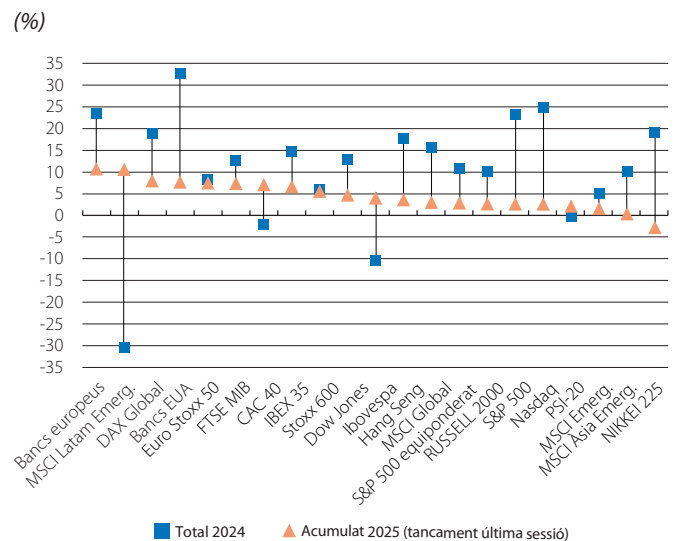
### Els mercats borsaris de les economies desenvolupades van registrar un mes de guanys generalitzats malgrat DeepSeek.

Els índexs europeus van liderar els guanys, amb el DAX alemany, el CAC francès i l'IBEX espanyol al capdavant. Així i tot, els avanços borsaris no van ser lineals, i la recta final del mes va estar marcada per caigudes generalitzades i d'entitat al sector tecnològic de tot Occident després del llançament de DeepSeek, la qual cosa, atesa la gran capitalització del sector, va arrossegar els índexs generals. Aquestes caigudes, però, es van moderar a la majoria de companyies un cop els inversors van recalibrar l'impacte d'aquesta innovació sobre els beneficis futurs. Les borses emergents llatinoamericanes també van registrar guanys, en especial la brasilera, amb una visió dels inversors més positiva sobre les perspectives fiscals del país des de l'anunci de les retallades de despesa pública al final del 2024.

**Augmenta la volatilitat entre les divises, actiu particularment exposat a l'escalada proteccionista.** El dòlar tanca el mes gairebé pla, tot i que no sense moviment, en línia amb el funcionament dels tipus sobirans i per raons anàlogues. També l'euro va tenir una evolució especular a la del dòlar, amb una certa fluctuació davant la major o la menor percepció del risc que els EUA imposi aranzels a la UE. El ien, per la seva banda, es va apreciar de manera clara enfront del dòlar, amb el suport de les expectatives de pujades de tipus del Banc del Japó. Entre les divises emergents, va destacar l'apreciació del real brasiler, en un context de recuperació dels diferents actius financers del Brasil. D'altra banda, el peso mexicà i el dòlar canadenc, que van evolucionar molt a l'una durant el mes, es van depreciar (en especial el peso) després de l'anunci d'aranzels per part de Trump, i malgrat que aquests van quedar finalment en suspens.

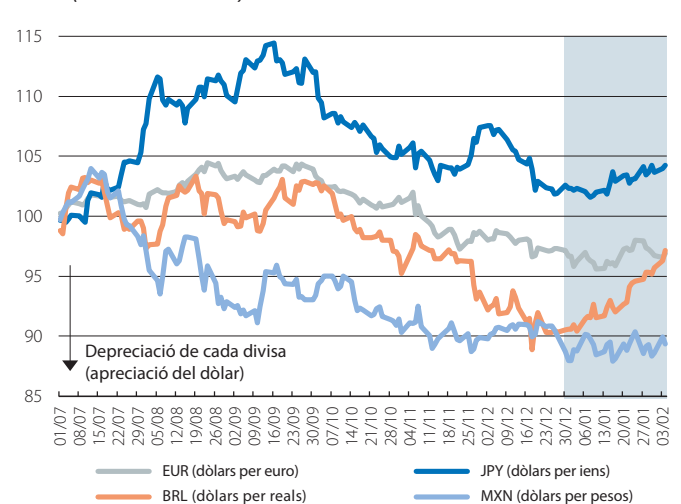
**Repunt generalitzat en el preu de les primeres matèries.** En un entorn d'increment generalitzat de preus, va destacar la pujada del gas natural a Europa: el TTF holandès va superar els 50 euros/MWh i va assolir nivells màxims des del 2023, pressionat per una reducció de les reserves europees més ràpida que en anys anteriors (tot i que continuen en nivells elevats) i en un context en què, des de l'inici de l'any, ja no flueix gas rus a través d'Ucràina. El petroli va tancar amb lleugers avanços, mentre que els metalls preciosos van registrar avanços notables, afavorits pel seu paper d'actiu refugi en un entorn de major incertesa comercial. Finalment, les primeres matèries agrícoles també van avançar, pressionades pel risc per al subministrament que representa el temps sec a diversos països productors llatinoamericans.

### Funcionament dels índexs borsaris



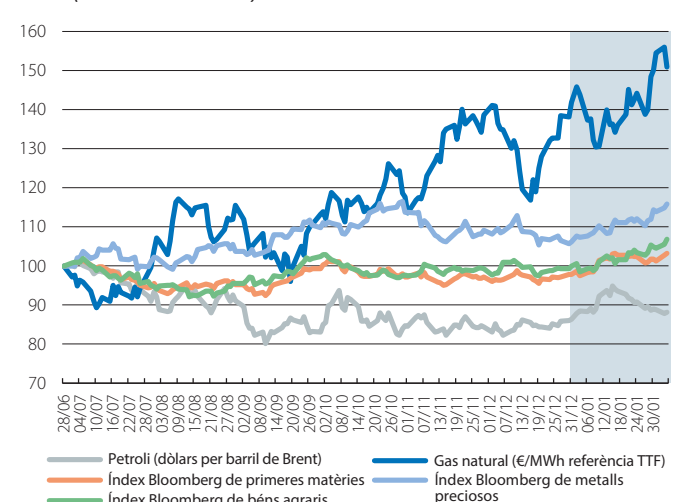
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Evolució de divises seleccionades enfront del dòlar



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

### Evolució de les primeres matèries



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

## La Xina i l'acumulació de primeres matèries: estratègia o creixement?

La Xina és el principal consumidor de primeres matèries del món: consumeix el 40% del total de les *commodities* i, en conseqüència, és un actor clau en la demanda mundial d'aquests productes. El país és ric en alguns recursos, principalment minerals, com el carbó i alguns dels anomenats minerals crítics,<sup>1</sup> però no en disposa d'altres, com el coure i el níquel. A més a més, a la Xina habita la cinquena part de la població mundial, però les terres d'ús agrícola al seu territori representen menys del 10% del total mundial i els recursos hidrogràfics són limitats. Aquestes circumstàncies fan que moltes de les primeres matèries que la Xina consumeix siguin importades, en especial per via marítima, i que hagin de travessar, en la majoria dels casos, *choke points* (punts d'estrangulament en les rutes geogràfiques amb un elevat valor estratègic), com, per exemple, l'estret de Malaca.

A tall de referència per poder entendre aquesta dependència de l'exterior, s'estima que, per proveir el seu consum de primeres matèries, la Xina importa el 70% del petroli que consumeix i el 40% del gas natural;<sup>2</sup> així com el 80% de la seva demanda de coure, el 65% d'alumini i fins al 94% de níquel. Aquest percentatge voreja el 100% en el cas dels productes agrícoles derivats del consum intensiu d'aigua.<sup>3</sup>

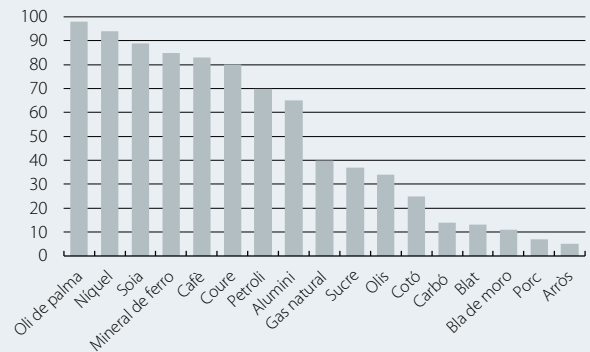
Malgrat tenir un paper protagonista al mercat de les primeres matèries, el fet de no disposar de prou capacitat per satisfer la pròpia demanda i de dependre de les importacions d'altres països és un focus de risc important per a la Xina.

### L'acumulació de reserves, un pla de llarg recorregut

Durant la dècada dels vuitanta, les autoritats xineses, conscients d'aquesta font de risc, van començar a desenvolupar una estratègia a llarg termini que els permetés salvaguardar la seguretat nacional i estabilitzar els mercats interns davant qualsevol alteració al mercat global de les *commodities*. Mitjançant el control de les explotacions,<sup>4</sup> del comerç de primeres matèries,<sup>5</sup> de la inversió i del finança-

### Xina: dependència de les importacions per classe de producte

(% de les importacions de commodities sobre la demanda final xinesa de recursos naturals)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de JP Morgan.

### Xina: volum d'importacions de primeres matèries \*

(Milions de tones mètriques) \*\*



Notes: \* Agregat de volums de les importacions de cru i derivats, de carbó, de coc, de coure, d'alumini, de mineral de ferro, de níquel, d'acer, de blat, d'oli de palma, de soia, d'olis i d'arròs. \*\* Mitjana mòbil de tres mesos.

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

ment d'empreses productores estrangeres i de la signatura de contractes a llarg termini amb proveïdors d'energia i de minerals, el Govern xinès ha anat proveint la seva estructura productiva. Simultàniament, des del 2008, ha promogut el creixement d'un ingent fons de reserves estratègiques de recursos naturals. Aquestes reserves actuen com un amortidor en temps d'interrupcions en el subministrament o de volatilitat dels preus, i el Govern xinès pot alliberar o emmagatzemar estratègicament aquests productes per influir en la dinàmica del mercat domèstic i per evitar les fluctuacions extremes dels preus.

Es desconeix amb exactitud el volum de reserves del fons, així com el ritme d'acumulació de primeres matèries projectat pel Govern, però, mitjançant el seguiment de les importacions d'aquests productes de la Xina, s'observa que, en els últims anys, s'han produït avanços notables, motivats, en gran part, per successos rellevants per a la

1. Són els minerals i els metalls necessaris per generar energia renovable, per produir tecnologies no contaminants i per facilitar la transició cap a un escenari energètic més sostenible. La seva rellevància geopolítica s'ha intensificat amb la transició energètica. Entre d'altres, s'ha impulsat la demanda de liti, de níquel, de cobalt, de grafit, de manganès i de terres rares.

2. Segons les dades de J. P. Morgan Global Commodities Research, «Supply insecure, China's imports of commodities at all-time highs and likely to stay that way», juliol del 2024.

3. La Xina lidera la producció mundial de blat i d'arròs. No obstant això, la seva ràtio d'autosuficiència alimentària s'ha reduït del 93,6% del 2006 al 65,8% el 2020, i s'espera que se situï en el 58,8% el 2030. K. Dong i M. Prytherch (2024), «China's Food Security: Key Challenges and Emerging Policy Responses», Center for Strategic and International Studies, març del 2024.

4. Vegeu [Information Office of the State Council of the People's Republic of China \(2003\)](#), «China's Policy on Mineral Resources».

5. Vegeu [National Development and Reform Commission \(2013\)](#), «Belt and Road Initiative».

seva economia. El 2018, durant el seu primer mandat, Trump va imposar aranzels a les exportacions xineses per valor de 60.000 milions de dòlars a l'any, i la Xina va respondre amb aranzels sobre la soia nord-americana. El 2020, la pandèmia de COVID-19 va interrompre les cadenes de subministrament i va incrementar el cost de les *commodities*. I, el 2022, la guerra a Ucraïna va encarir encara més els preus i va mostrar la voluntat dels EUA de fer ús dels embargaments.

El 2023, el valor de les importacions de primeres matèries de la Xina va assolir un màxim històric de 810.000 milions de dòlars (el 16% per damunt de les de l'any anterior), dels quals prop del 45% va correspondre a compres de cru i derivats i una mica més del 30% a metalls industrials. A més a més, les dades del 2024 apunten al fet que, entre el gener i el novembre, el valor de les importacions de les principals primeres matèries va continuar creixent i es va situar l'1,5% per damunt del mateix període de l'any anterior.

Una altra referència que pot aportar una mica de llum sobre l'estratègia d'acumulació de primeres matèries és el nivell d'existències acumulades. L'Estat xinès guarda estrictament informació sobre les seves reserves d'emergència, la qual cosa en complica el càlcul. No obstant això, en l'últim pla quinquennal (2021-2025), el Govern va mostrar la seva voluntat d'intensificar l'expansió de la capacitat d'emmagatzematge com a via per incrementar els fluxos d'importació d'energia i d'aliments. En el cas de l'energia, s'estima que la capacitat actual d'emmagatzematge de cru se situa al voltant dels 2.000 milions de barrils, equivalents a gairebé sis mesos de consum, mentre que la dels EUA se situa per damunt dels 2.400 milions. Per al gas natural, la capacitat d'emmagatzematge podria assolir el 2030 els 85.000 milions de metres cúbics (que representen el 16% de la seva demanda anual), en relació amb els 130.000 milions de metres cúbics dels EUA (amb els quals proveeixen al 15% de la seva demanda). També, en aquesta línia, la Borsa de Futurs de Shanghai fa un seguiment dels nivells d'existències d'una sèrie de metalls i de matèries energètiques<sup>6</sup> dipositades en magatzems al llarg del país. Entre el gener i el novembre del 2024, totes les referències van mostrar un increment superior al 100% (llevat del zinc, que va registrar el 84%), i, en funció del producte, els nivells màxims d'acumulació es van assolir entre el juny i el juliol.

### La Xina s'estaria preparant per a un futur més hostil?

Certament, l'increment de les existències de primeres matèries observat es pot relacionar amb la feblesa de l'activitat de l'economia xinesa, que comporta un menor consum d'aquests productes. No obstant això, si tenim en compte el context internacional que es comença a perfilar per al 2025, podem trobar diferents arguments que justificarien la intensificació de l'acumulació de primeres matè-

ries de la Xina. En primer lloc, malgrat les recents polítiques econòmiques del Govern, la Xina es podria estar preparant per a un cicle de creixement més estable a mitjà termini i es voldria desvincular dels subministraments d'Occident. En segon lloc, la Xina estaria ampliant les infraestructures d'emmagatzematge<sup>7</sup> i estaria anticipant les compres de *commodities* en previsió de l'augment dels aranzels anunciat per Trump a partir del febrer. Una altra explicació podria ser que la Xina s'estigues preparant davant noves amenaces geopolítiques. En aquest sentit, la influència dels EUA sobre l'estret de Malaca és un aspecte crucial per a la Xina, ja que dues terceres parts de les mercaderies que passen per les seves aigües van a la Xina. En últim lloc, des de la Comissió de Seguretat dels EUA, apunten a la possibilitat que l'acumulació de metalls i de minerals pugui estar relacionada amb una potencial incursió de la Xina a Taiwan.<sup>8</sup> Alguns analistes financers relacionen aquest argument amb l'increment de les compres d'or de la Xina (les existències d'or s'haurien incrementat més del 400% entre l'abril i el desembre del 2024) i amb la reducció de la seva tinença de deute nord-americà (el -6,9% entre el gener i el novembre), possible via de protecció davant qualsevol sanció d'Occident sobre els seus comptes en dòlars.

Atès que aquests factors continuaran presents el 2025, cal esperar que el Govern xinès mantingui el ritme d'acumulació de reserves de primeres matèries o que, fins i tot, el pugui incrementar davant el tensionament d'algun d'ells. Si es dona el cas, creiem que seria molt probable que aquesta circumstància desemboqui en una major pressió a l'alça sobre els preus de les *commodities*, arran de l'augment de la demanda de la Xina i de la major assignació de primes de risc als mercats financers.

Beatriz Villafranca

6. Coure, alumini, zinc, plom, níquel, estany, or, plata, acer i cru, entre d'altres.

7. A la Xina, els magatzems de reserves estratègiques inclouen tancs, sitges i magatzems privats als quals l'Estat té accés en moments de crisi.

8. Vegeu [U.S.-China Economic and Security Review Commission, Gregory Wischer Testimony](#).

**Tipus d'interès (%)**

|                                   | 31-gener | 31-desembre | Variació mensual<br>(p. b.) | Variació acum.<br>el 2025 (p. b.) | Variació interanual<br>(p. b.) |
|-----------------------------------|----------|-------------|-----------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|
| <b>Zona de l'euro</b>             |          |             |                             |                                   |                                |
| Refi BCE                          | 2,90     | 3,15        | -25                         | -25,0                             | -160,0                         |
| Euríbor 3 mesos                   | 2,59     | 2,71        | -13                         | -12,5                             | -130,6                         |
| Euríbor 12 mesos                  | 2,52     | 2,46        | 6                           | 5,9                               | -113,7                         |
| Deute públic a 1 any (Alemanya)   | 2,14     | 2,24        | -10                         | -10,4                             | -118,1                         |
| Deute públic a 2 anys (Alemanya)  | 2,12     | 2,08        | 4                           | 3,7                               | -51,1                          |
| Deute públic a 10 anys (Alemanya) | 2,46     | 2,37        | 9                           | 9,3                               | 14,4                           |
| Deute públic a 10 anys (Espanya)  | 3,07     | 3,06        | 1                           | 0,7                               | -17,1                          |
| Deute públic a 10 anys (Portugal) | 2,88     | 2,85        | 3                           | 3,0                               | -25,0                          |
| <b>EUA</b>                        |          |             |                             |                                   |                                |
| Fed funds (límit inferior)        | 4,25     | 4,25        | 0                           | 0,0                               | -100,0                         |
| SOFR 3 mesos                      | 4,30     | 4,31        | 0                           | -0,3                              | -101,2                         |
| Deute públic a 1 any              | 4,15     | 4,14        | 1                           | 0,6                               | -65,8                          |
| Deute públic a 2 anys             | 4,20     | 4,24        | -4                          | -4,5                              | -23,2                          |
| Deute públic a 10 anys            | 4,54     | 4,57        | -3                          | -3,0                              | 41,8                           |

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

|                            | 31-gener | 31-desembre | Variació mensual<br>(p. b.) | Variació acum.<br>el 2025 (p. b.) | Variació interanual<br>(p. b.) |
|----------------------------|----------|-------------|-----------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|
| Itraxx Corporatiu          | 53       | 58          | -5                          | -4,6                              | -6,7                           |
| Itraxx Financer Sènior     | 60       | 64          | -4                          | -4,2                              | -11,7                          |
| Itraxx Financer Subordinat | 105      | 112         | -7                          | -7,0                              | -26,6                          |

**Tipus de canvi**

|                            | 31-gener | 31-desembre | Variació mensual<br>(%) | Variació acum.<br>el 2025 (%) | Variació interanual<br>(%) |
|----------------------------|----------|-------------|-------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| EUR/USD (dòlars per euro)  | 1,036    | 1,035       | 0,1                     | 0,1                           | -3,8                       |
| EUR/JPY (iens per euro)    | 160,780  | 162,780     | -1,2                    | -1,2                          | 0,7                        |
| EUR/GBP (lliures per euro) | 0,836    | 0,827       | 1,0                     | 1,0                           | -2,0                       |
| USD/JPY (iens per dòlar)   | 155,190  | 157,200     | -1,3                    | -1,3                          | 4,7                        |

**Primeres matèries**

|                                | 31-gener | 31-desembre | Variació mensual<br>(%) | Variació acum.<br>el 2025 (%) | Variació interanual<br>(%) |
|--------------------------------|----------|-------------|-------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| Índex CRB de primeres matèries | 542,0    | 536,5       | 1,0                     | 1,0                           | 4,8                        |
| Brent (\$/barril)              | 76,8     | 74,6        | 2,8                     | 2,8                           | -3,1                       |
| Or (\$/unça)                   | 2.798,4  | 2.624,5     | 6,6                     | 6,6                           | 37,5                       |

**Renda variable**

|                               | 31-gener | 31-desembre | Variació mensual<br>(%) | Variació acum.<br>el 2025 (%) | Variació interanual<br>(%) |
|-------------------------------|----------|-------------|-------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| S&P 500 (EUA)                 | 6.040,5  | 5.881,6     | 2,7                     | 2,7                           | 20,9                       |
| Eurostoxx 50 (zona de l'euro) | 5.286,9  | 4.896,0     | 8,0                     | 8,0                           | 13,0                       |
| Ibex 35 (Espanya)             | 12.368,9 | 11.595,0    | 6,7                     | 6,7                           | 25,1                       |
| PSI 20 (Portugal)             | 6.524,3  | 6.377,3     | 2,3                     | 2,3                           | 5,5                        |
| Nikkei 225 (Japó)             | 39.572,5 | 39.894,5    | -0,8                    | -0,8                          | 9,6                        |
| MSCI emergents                | 1.093,4  | 1.075,5     | 1,7                     | 1,7                           | 9,1                        |

# Sorpreses, decepcions i incerteses en l'economia internacional

**Resiliència global, amb incertesa de fons.** El 2024, l'economia mundial es va mostrar resilient en un entorn de condicions financeres restrictives, i, en general, les grans economies internacionals van aconseguir créixer més del que es preveia. Els EUA van ser la sorpresa més destacada: la fortalesa de la demanda interna i el mercat laboral van propulsar el PIB a taxes de gairebé el 3%, el doble del que el consens d'analistes va pronosticar al començament del 2024. També la Xina va aconseguir créixer més del que s'esperava i, després d'una primera part del 2024 encallada en les dificultats de la crisi immobiliària i de la flaqueza de la demanda interna, va guanyar impuls cíclic en el tram final de l'any per assolir l'objectiu del 5%, gràcies a una combinació de mesures d'estímul fiscal i monetari i de suport al sector immobiliari. Fins i tot, la zona de l'euro es va recuperar una mica més del que s'havia pronosticat, amb un avanç del PIB del 0,7% el 2024 (un any enrere, el consens preveia el 0,5%), tot i que la disparitat interna va ser notable, i només Espanya (que va créixer més del doble del que esperava el consens) va sorprendre amb claredat, mentre que Alemanya va tornar a decebre i continua sense recuperar el nivell de PIB prepanidèmia. Malgrat aquestes sorpreses, i que la política monetària global ja no és tan restrictiva com fa uns trimestres, el 2025 no deixa de presentar-se com un any exigent. I és que al mapa de riscos se li suma l'amenaça d'una major fragmentació econòmica, amb un increment de les barreres comercials i de la incertesa que ja s'ha començat a materialitzar al tancament d'aquest informe. Els EUA van anunciar aranzels del 25% sobre gairebé totes les importacions de béns procedents de Mèxic i del Canadà (el 10% sobre productes energètics canadencs) i del 10% sobre la Xina (a més d'eliminar el llinar de minims exempt d'aranzels). Quaranta-vuit hores després de signar l'ordre executiva, la Casa Blanca va congelar la decisió sobre Mèxic i el Canadà per un mes, la qual cosa va representar una pausa per als aranzels, però no per a la perspectiva d'un 2025 condicionat per la incertesa.

**L'activitat internacional, amb una notable disparitat.** El PIB dels EUA va créixer el 2,8% el 2024, amb una forta embranzida de la demanda interna, que va aportar 3,1 p. p. al total del creixement de l'any, amb un impuls tant de la inversió com del consum privat. A més a més, l'economia nord-americana va acabar amb dinamisme en avançar un notable 0,6% intertrimestral en el 4T 2024. En canvi, el PIB de la zona de l'euro va tornar a decebre amb un estancament en el 4T (el 0,0% intertrimestral), la qual cosa situa el creixement del conjunt del 2024 en el 0,7%. La feblesa va afectar totes les grans economies, llevat d'Espanya, que es va destacar amb un avanç del 0,8% intertrimestral, i, en tots els casos, llevat d'Itàlia, la demanda externa va ser un llast per a l'economia en el 4T. França va caure el 0,1% intertrimestral i va registrar un creixement mitjà el 2024 de l'1,1%. Itàlia es va estancar per segon trimestre consecutiu, i el creixement mitjà del 2024 va ser del 0,5%. Finalment, Alemanya va recular el 0,2% intertrimestral i va patir una caiguda del 0,2% en el conjunt del 2024 (després del -0,1% del 2023), de manera que el seu PIB encara no ha recuperat els nivells preCOVID.

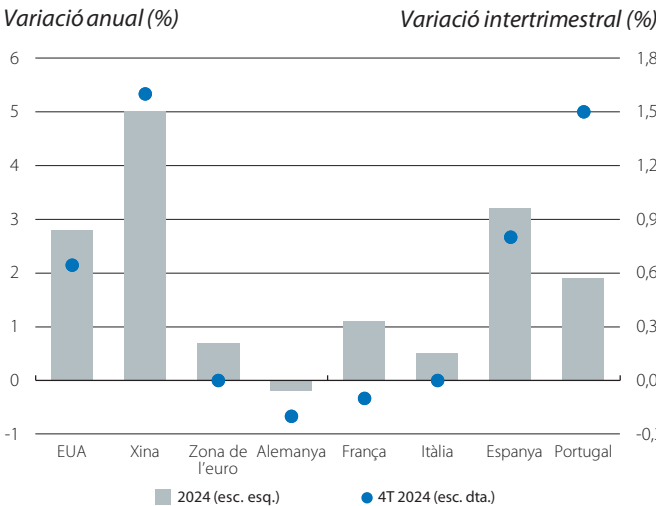
**Inèrcia i incertesa en els primers compassos del 2025.** Les primeres dades d'activitat del 2025 continuen dibuixant un creixement dinàmic en l'economia dels EUA. L'ISM manufacturer, amb

## FMI: previsions de PIB Variació anual (%)

|                                                 | Estimació | Previsió |      |      | Variació en relació amb el WEO oct. 2024 |
|-------------------------------------------------|-----------|----------|------|------|------------------------------------------|
|                                                 | 2024      | 2025     | 2026 | 2025 | 2026                                     |
| <b>Economia mundial</b>                         | 3,2       | 3,3      | 3,3  | 0,1  | 0,0                                      |
| <b>Economies avançades</b>                      | 1,7       | 1,9      | 1,8  | 0,1  | 0,0                                      |
| EUA                                             | 2,8       | 2,7      | 2,1  | 0,5  | 0,1                                      |
| Zona de l'euro                                  | 0,8       | 1,0      | 1,4  | -0,2 | -0,1                                     |
| Alemanya                                        | -0,2      | 0,3      | 1,1  | -0,5 | -0,3                                     |
| França                                          | 1,1       | 0,8      | 1,1  | -0,3 | -0,2                                     |
| Itàlia                                          | 0,6       | 0,7      | 0,9  | -0,1 | 0,2                                      |
| Espanya                                         | 3,1       | 2,3      | 1,8  | 0,2  | 0,0                                      |
| Japó                                            | -0,2      | 1,1      | 0,8  | 0,0  | 0,0                                      |
| Regne Unit                                      | 0,9       | 1,6      | 1,5  | 0,1  | 0,0                                      |
| <b>Economies emergents i en desenvolupament</b> | 4,2       | 4,2      | 4,3  | 0,0  | 0,1                                      |
| Xina                                            | 4,8       | 4,6      | 4,5  | 0,1  | 0,4                                      |
| Índia                                           | 6,5       | 6,5      | 6,5  | 0,0  | 0,0                                      |
| Rússia                                          | 3,8       | 1,4      | 1,2  | 0,1  | 0,0                                      |
| Brasil                                          | 3,7       | 2,2      | 2,2  | 0,0  | -0,1                                     |

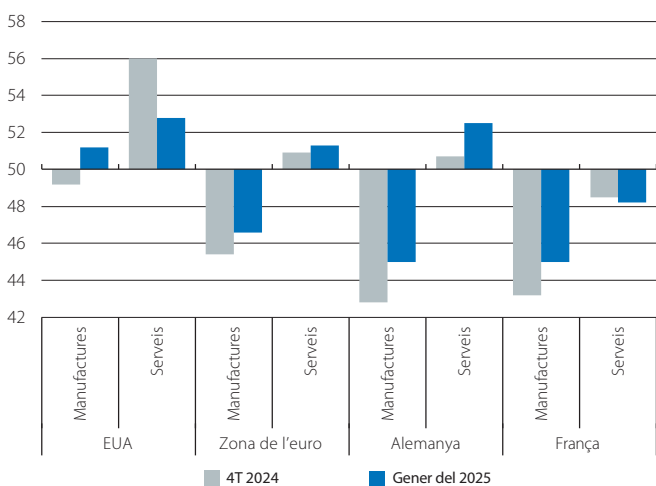
**Nota:** \* Previsions per a l'any fiscal en el cas de l'Índia.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, actualització del gener del 2025).

## Global: PIB



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del BEA, de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa i d'Eurostat.

## Economies avançades: PMI Índex



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

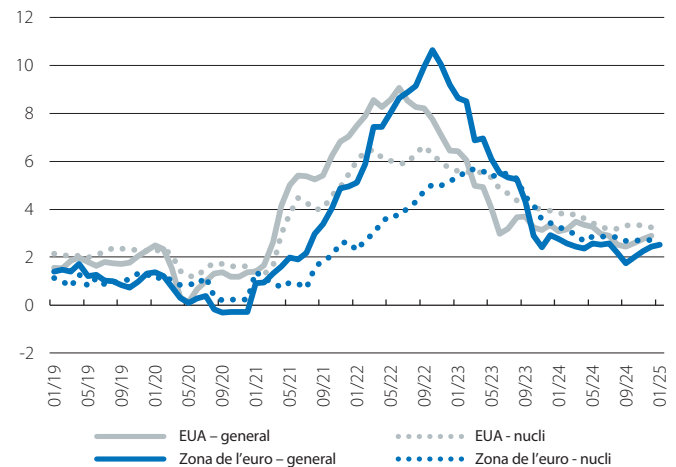
50,9 punts al gener, va abandonar el territori contractiu per primera vegada des del 2022, i l'ISM de serveis es va mantenir en terreny còmodament expansiu (52,8), mentre que els *trackers* de PIB apunten, de manera molt preliminar, a avanços del +0,7% intertrimestral en el 1T 2025. A la zona de l'euro, els PMI es van recuperar lleugerament al gener, amb un índex compost en els 50,2 punts, la millor dada en cinc mesos. Així i tot, aquesta xifra amb prou feines se situa per damunt de la frontera entre l'expansió i la contracció, el desglossament sectorial continua mostrant una activitat manufacturera a la baixa (46,6), en relació amb un creixement modest dels serveis (51,3), i, per països, els senyals de feblesa continuen a França (47,6) i a Alemanya (50,5, una xifra tímida, però, en aquest cas, en màxims de vuit mesos). Per la seva banda, el mercat laboral de la zona de l'euro manté el bon to, amb una taxa d'atur en el 6,3% al desembre (segona menor taxa de la sèrie històrica) i una primera petita millora en l'indicador d'expectatives d'ocupació (98,8 punts al gener vs. una mitjana històrica de 100). D'altra banda, l'enquesta de préstecs bancaris elaborada pel BCE va recollir un enduriment inesperat dels estàndards crediticis, concentrat a Alemanya i a França i que les entitats han atribuït a una major incertesa en l'escenari macroeconòmic.

**La desinflació continua.** Tot i que, recentment, s'ha produït un cert augment en la inflació general, tant als EUA (el 2,9% interanual al desembre, +0,2 p. p.) com a la zona de l'euro (el 2,5% al gener, +0,1 p. p.), això és degut, essencialment, a la volatilitat dels preus energètics. El més destacable és que les dades continuen dibuixant una moderació en les pressions dels preus subjacents. Aquesta desinflació és més visible a la zona de l'euro, on la inflació nucli (que exclou l'energia i els aliments) va ser del 2,7% al gener, i, malgrat que s'hagi mantingut en aquesta cota per cinquè mes consecutiu, indicadors més a temps real apunten a taxes inferiors (el *momentum* de l'IPCH nucli, o variació intertrimestral anualitzada, va ser de l'1,8%). A més a més, els indicadors també reflecteixen una desacceleració del creixement salarial i una compressió dels marges empresarials al conjunt de la zona de l'euro, la qual cosa reforça la perspectiva desinflationista a mitjà termini. Als EUA, l'última dada de l'IPC nucli va aportar una mica més d'optimisme, després de mesos de resistència a la baixa. En concret, la inflació nucli va disminuir 0,1 p. p., fins al 3,2%, al desembre, un descens modest però que, en positiu, va ser el primer des de l'agost i va anar acompanyat d'una intermensual anualitzada del 2,7% (mínim de cinc mesos), així com de la segona disminució consecutiva en la inflació dels serveis (tot i que continuen en un elevat 4,4% interanual).

**La Xina sorprèn i aconsegueix l'objectiu de creixement del 5,0%.** En el 4T 2024, l'economia xinesa es va accelerar de manera significativa, amb un creixement del PIB de l'1,6% intertrimestral (en relació amb l'1,3% del 3T, revisat a l'alça en +0,4 p. p. en relació amb les primeres estimacions) i del 5,4% interanual (vs. el 4,6% en el 3T). Amb aquestes xifres, les més altes des de la primera meitat del 2023 (quan l'economia es recuperava d'un llarg període de polítiques COVID zero), el PIB de la Xina va aconseguir créixer el 5,0% en el conjunt del 2024, per damunt de les expectatives i en línia amb l'objectiu de les autoritats. Aquesta acceleració es va produir amb senyals de millora en la demanda interna i es va beneficiar de les mesures de suport anunciades des de l'estiu per les autoritats xineses, de la continuïtat d'un fort creixement exportador i d'alguns indicis de preproveïment (com el repunt d'exportacions cap als EUA al final del 2024) davant l'expectativa d'un augment dels aranzels entre els EUA i la Xina.

## Economies avançades: IPC

Variació interanual (%)



**Nota:** Nucli exclou l'energia i tots els aliments.

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

## Expectatives d'inflació dels consumidors per als 12 propers mesos (%) \*

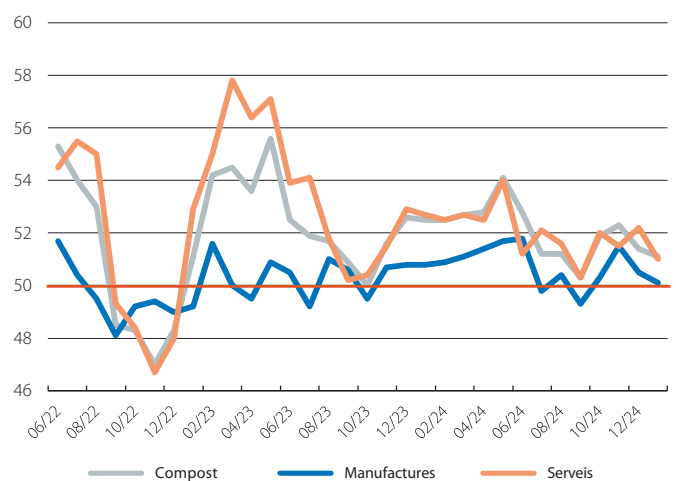


**Nota:** \* Mitjana de l'expectativa quantitativa dels enquestats.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed de Nova York i del BCE.

## Xina: PMI Caixin

Índex



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

## Mesurant el marge de maniobra fiscal de Trump 2.0

### Un punt de partida inquietant

L'exercici fiscal del Govern federal del 2024<sup>1</sup> va tancar amb un dèficit públic d'1,8 bilions de dòlars: el 6,4% del PIB, amb un increment de 138.000 milions de dòlars en relació amb l'any anterior (el 6,2% del PIB). En perspectiva històrica, és una xifra molt elevada. El dèficit mitjà dels 50 últims anys és del 3,8% del PIB, i, des del 1946, només s'ha superat el registre del 2024 en sis anys: del 2009 al 2012, durant la Gran Recessió, i del 2020 al 2021, durant els anys de la pandèmia, dos períodes de recessió amb una taxa d'atur elevada. Però, el 2024, la taxa mitjana d'atur va ser del 4,0% i el PIB va créixer a ritmes robustos, la qual cosa fa que cridi més l'atenció la situació actual. I les perspectives no són encoratjadores. És més, la Congressional Budget Office (CBO)<sup>2</sup> estima que el dèficit total continuarà fluctuant entre el 5% i el 7% del PIB en la pròxima dècada, amb un augment del deute públic federal per damunt del 120%. I, en gran part, aquests dèficits es deterioraran per un increment del pagament d'interessos (la CBO projecta una reducció del dèficit primari, que exclou els pagaments d'interessos, del 4,0% actual al 2,7%).<sup>3</sup>

En aquest context, cal preguntar-se per l'impacte de les polítiques econòmiques de la nova Administració de la Casa Blanca sobre el dèficit. Sense detalls ni gran claredat sobre les mesures que es prendran (més enllà del que s'hagi dit durant campanya, caldrà ponderar la realitat de les negociacions al Congrés i la seva implementació final), encara és aviat per poder estimar l'impacte net de forma precisa. No obstant això, podem fer una anàlisi preliminar per comprendre les implicacions inicials.

### Pel costat dels ingressos...

El Govern federal disposa de tres grans fonts d'ingressos: aproximadament, el 50% deriva de l'impost sobre la renda de les persones físiques; el 35%, dels impostos de contribució a la Seguretat Social i a Medicare, i l'11%, dels impostos de societats; el 4% restant inclou aranzels, impostos de successió i altres ingressos. La CBO estima que, cap al final del 2034, els ingressos augmentaran fins al 18% del PIB, des del 17,1% actual. Però aquesta projecció assumeix que, el 2025, expiren les reduccions d'impostos estipulades al

*Tax Cuts and Jobs Acts* (TCJA) aprovat el 2017<sup>4</sup> i que es tornarà a una recaptació amb tipus impositius més elevats. No obstant això, un dels grans bastions de la campanya de Trump va ser fer permanents les mesures del TCJA, la qual cosa afegiria entre 3,5 i 5,0 bilions de dòlars al dèficit<sup>5</sup> en els 10 propers anys i apropiaria el dèficit al 8% o al 9% del PIB (amb el deute per damunt del 130%). Si, a més a més, s'aproven altres mesures proposades durant la campanya, com les deduccions sobre els beneficis de la Seguretat Social, les propines i les hores extres de treball i com la retallada addicional del tipus impositiu de societats fins al 15%, les estimacions apunten a 3 bilions de dòlars extres de dèficit.

Al costat d'aquest deteriorament del dèficit, la principal nova font d'ingressos que va destacar durant la campanya electoral la nova Administració han estat els aranzels. Però la recaptació aranzelària es troba en magnituds molt inferiors al deteriorament projectat del dèficit. Per exemple, el 2024, el Govern amb prou feines va recaptar 80.000 milions de dòlars en aranzels, el 2% del total dels ingressos (en canvi, l'IRPF va ser de 530.000 milions de dòlars). Fins i tot en un cas extrem en què s'implantés un aranzel del 100% sobre totes les importacions de béns procedents de la Xina, els ingressos extres serien d'uns 400.000 milions de dòlars anuals, però només si se suposa que l'aranzel del 100% no provoca una caiguda en els volums d'importacions, quelcom molt improbable: amb aranzels tan elevats, és difícil que les importacions afectades representin un ingrés recurrent i estable amb el qual el Tresor pugui comptar. Anàlogament, un aranzel universal del 10% sobre totes les importacions de béns podria recaptar entre 3 i 4 bilions de dòlars en acumulat durant la dècada vinent, però assumint, de nou, que la demanda local és inelàstica als preus de les importacions i que no hi ha substitució ni caiguda en els volums d'importacions. A més a més, sorgeix la incògnita del propòsit del seu ús: els aranzels seran usats merament com una estratègia de negociació, i, per tant, com una eina temporal, o com una font recurrent i més permanent d'ingressos?

1. Els anys fiscals dels EUA van de l'1 d'octubre al 30 de setembre.

2. La CBO és una agència no partidista del Congrés encarregada de proporcionar anàlisis econòmiques i pressupostàries.

3. Les projeccions de la CBO s'elaboren sota el supòsit que, durant la propera dècada, tant els ingressos com les despeses mantindran les tendències marcades per les polítiques actuals i que la inflació i el creixement del PIB se situaran, de mitjana, en el 2,0% i en l'1,8%, respectivament. Per a més detalls, vegeu el Focus «[Dèficit i deute en ascens: el futur de les finances públiques dels EUA](#)», a l'IM09/2024.

4. El *Tax Cuts and Jobs Acts* va retallar el tipus impositiu de les societats del 35% al 21% i va reduir els tipus màxims de cada tram impositiu de l'impost sobre la renda personal.

5. Vegeu «*Tax Cuts and Jobs Act Expiration: Options for the Tax Code*», Yale Budget Lab, 2024; «*The 2024 Trump Campaign Policy Proposals: Budgetary, Economic and Distributional Effects*», Penn Wharton Model, agost del 2024, i «*Donald Trump Tax Plan Ideas: Details and Analysis*», Tax Foundation, octubre del 2024.

### ... i pel costat de la despesa?

Una altra alternativa per evitar el deteriorament del dèficit vindria de les retallades de despesa. Amb aquesta finalitat, el president va crear l'agència DOGE (Departament d'Eficiència Governamental), liderada per Elon Musk, que va declarar la intenció de reduir la despesa en 2 bilions de dòlars en els 18 propers mesos. La despesa federal es divideix en tres categories. La primera categoria és la despesa «obligatòria» (el 60% del total), que inclou compromisos com la Seguretat Social i la sanitat, està estipulada per la legislació vigent i requereix canvis de lleis per poder-la retallar. És a dir, tant des d'un punt de vista legal com des d'una perspectiva de benestar (atès que inclou, principalment, beneficis de Seguretat Social i de sanitat), és complicat reduir-la. La segona categoria és la despesa discrecional, la que cada any es negocia al Congrés, i que, el 2024, va ser d'1,8 bilions de dòlars.<sup>6</sup> No obstant això, no sembla que les despeses discrecionals siguin fàcils de retallar (aproximadament, el 50% són despesa en defensa), i, en qualsevol cas, estan en cotes històricament baixes i amb perspectives de disminuir sota les previsions de continuïtat de la CBO. I la tercera categoria és el pagament d'interessos del deute, i és on es concentra la gran part del deteriorament. El 2024, els pagaments d'interessos van augmentar fins als 949.000 milions de dòlars, una xifra superior a la despesa total en defensa (826.000 milions) o en Medicare (870.000 milions), i van representar gairebé el 15% de la despesa total. Amb tota probabilitat, els pagaments d'interessos continuaran augmentant. De fet, en l'escenari base de la CBO, amb un tipus d'interès al voltant del 4% i amb el dèficit primari passant del 4,0% actual al 2,7% el 2034, s'estima que el pagament d'interessos augmentarà fins als 1,7 bilions de dòlars (el 4% del PIB vs. el 3% actual). Estabilitzar la despesa en interessos exigiria un esforç fiscal clarament major i/o un escenari de tipus d'interès significativament més baixos: estimem que seria necessària una reducció del dèficit primari de fins a l'1,5% del PIB en 10 anys, o que els tipus d'interès convergeixin al seu nivell prepanidèmia del 2%.<sup>7</sup> Reduir-los requeriria un esforç fiscal superior o uns tipus d'interès encara més baixos.

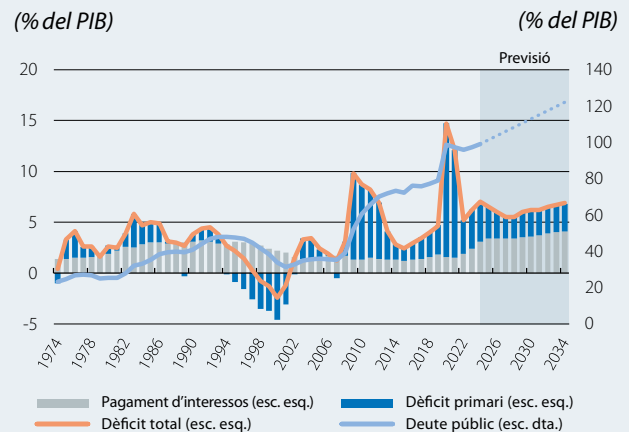
6. Cal observar que l'objectiu de retallada de la DOGE és superior a l'equivalent de la totalitat de la despesa discrecional.

7. Aquestes estimacions es basen en la simulació de l'evolució del deute

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

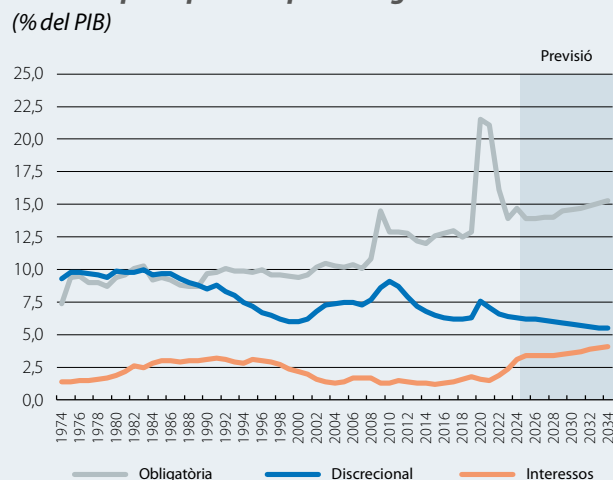
assumint un creixement nominal del PIB segons la CBO. En un cas, fixem l'evolució dels tipus d'interès segons les projeccions dels *forwards* de mercat de mitjan gener del 2025 i, en l'altre, fixem l'evolució del dèficit primari segons la CBO.

### EUA: històric i projeccions de dèficit i de deute de la CBO



**Nota:** Les xifres en negatiu de l'eix esquerre indiquen un superàvit, i en positiu, un dèficit.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la CBO.

### EUA: despesa pública per categoria



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la CBO i del Departament del Tresor.

En definitiva, el panorama fiscal amb què es troba Trump en iniciar el seu segon mandat és molt diferent del que es va trobar el 2017 (vegeu el primer gràfic). La visió panoràmica de l'estat actual dels comptes públics i de les grans propostes fiscals plantejades durant la campanya electoral per la nova Administració apunta a un augment sostingut del dèficit i, en conseqüència, del deute. Arran d'aquesta perspectiva, sorgeixen dubtes sobre la capacitat real que tindrà la nova Administració d'implementar les seves propostes fiscals.

Isabela Lara White

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

## ESTATS UNITS

|                                               | 2023  | 2024  | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|-----------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Activitat</b>                              |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                      | 2,9   | 2,8   | 2,9     | 3,0     | 2,7     | 2,5     | –     | –     | –     |
| Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)    | 5,2   | 3,4   | 2,9     | 3,4     | 3,5     | 3,8     | 4,1   | 3,3   | ...   |
| Confiança del consumidor (valor)              | 105,4 | 104,5 | 106,3   | 98,9    | 102,2   | 110,6   | 112,8 | 109,5 | 104,1 |
| Producció industrial                          | 0,2   | –0,3  | –0,5    | 0,0     | –0,4    | –0,2    | –0,6  | 0,5   | ...   |
| Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor) | 47,1  | 48,2  | 48,8    | 48,5    | 47,3    | 48,2    | 48,4  | 49,2  | 50,9  |
| Habitatges iniciats (milers)                  | 1.421 | 1.365 | 1.407   | 1.340   | 1.332   | 1.379   | 1.294 | 1.499 | ...   |
| Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)     | 312   | ...   | 325     | 329     | 332     | ...     | 336   | ...   | ...   |
| Taxa d'atur (% pobl. activa)                  | 3,6   | 4,0   | 3,8     | 4,0     | 4,2     | 4,1     | 4,2   | 4,1   | ...   |
| Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)           | 60,3  | 60,1  | 60,2    | 60,1    | 60,0    | 59,9    | 59,8  | 60,0  | ...   |
| Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)        | –3,1  | –2,9  | –2,8    | –2,8    | –2,9    | –3,1    | –3,0  | –3,1  | ...   |
| <b>Preus</b>                                  |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflació general                              | 4,1   | 3,0   | 3,2     | 3,2     | 2,6     | 2,7     | 2,7   | 2,9   | ...   |
| Inflació nucli                                | 4,8   | 3,4   | 3,8     | 3,4     | 3,2     | 3,3     | 3,3   | 3,2   | ...   |

## JAPÓ

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

## XINA

|                                            | 2023 | 2024 | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|--------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Activitat</b>                           |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                   | 5,4  | 5,0  | 5,3     | 4,7     | 4,6     | 5,4     | –     | –     | –     |
| Vendes al detall                           | 7,8  | 3,3  | 4,7     | 2,6     | 2,7     | 3,8     | 3,0   | 3,7   | ...   |
| Producció industrial                       | 4,6  | 5,6  | 5,8     | 5,9     | 5,0     | 5,6     | 5,4   | 6,2   | ...   |
| PMI manufactures (oficial)                 | 49,9 | 49,8 | 49,7    | 49,8    | 49,4    | 50,2    | 50,3  | 50,1  | 49,1  |
| <b>Sector exterior</b>                     |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Balança comercial <sup>1,2</sup>           | 865  | 995  | 841     | 864     | 897     | 995     | 965   | 995   | ...   |
| Exportacions                               | –5,1 | 4,6  | –1,7    | 4,4     | 5,4     | 10,0    | 7,0   | 10,5  | ...   |
| Importacions                               | –5,5 | 1,1  | 1,6     | 2,5     | 2,3     | –1,8    | –4,0  | 1,0   | ...   |
| <b>Preus</b>                               |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflació general                           | 0,2  | 0,2  | 0,0     | 0,3     | 0,5     | 0,2     | 0,2   | 0,1   | ...   |
| Tipus d'interès de referència <sup>3</sup> | 3,45 | 3,10 | 3,5     | 3,5     | 3,4     | 3,1     | 3,1   | 3,1   | 3,1   |
| Renminbi per dòlar                         | 7,1  | 7,2  | 7,2     | 7,2     | 7,2     | 7,2     | 7,2   | 7,3   | 7,3   |

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

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

## ZONA DE L'EURO

## Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

|                                            | 2023  | 2024  | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|--------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Vendes al detall (variació interanual)     | -1,9  | 1,0   | 0,0     | 0,2     | 2,0     | 1,8     | 1,6   | 1,9   | ...   |
| Producció industrial (variació interanual) | -1,7  | ...   | -4,7    | -3,9    | -1,6    | ...     | -1,9  | ...   | ...   |
| Confiança del consumidor                   | -17,4 | -14,1 | -15,4   | -14,3   | -13,1   | -13,6   | -13,8 | -14,5 | -14,2 |
| Sentiment econòmic                         | 96,4  | 95,9  | 96,1    | 96,1    | 96,3    | 95,1    | 95,8  | 93,8  | 95,3  |
| PMI manufactures                           | 45,0  | 45,9  | 46,4    | 46,3    | 45,8    | 45,5    | 45,2  | 45,1  | 46,6  |
| PMI serveis                                | 51,2  | 51,5  | 50,0    | 53,1    | 52,5    | 52,1    | 49,5  | 51,6  | 51,3  |
| <b>Mercat de treball</b>                   |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Ocupació (persones) (variació interanual)  | 1,4   | 1,2   | 1,1     | 1,0     | 0,9     | ...     | -     | -     | -     |
| <b>Taxa d'atur</b> (% pobl. activa)        | 6,6   | 6,4   | 6,5     | 6,4     | 6,3     | 6,3     | 6,2   | 6,3   | ...   |
| Alemanya (% pobl. activa)                  | 3,0   | 3,4   | 3,3     | 3,4     | 3,5     | 3,4     | 3,4   | 3,4   | ...   |
| França (% pobl. activa)                    | 7,3   | 7,5   | 7,4     | 7,5     | 7,5     | 7,7     | 7,7   | 7,8   | ...   |
| Itàlia (% pobl. activa)                    | 7,7   | 6,5   | 7,1     | 6,7     | 6,2     | 6,0     | 5,9   | 6,2   | ...   |
| <b>PIB real</b> (variació interanual)      | 0,5   | 0,7   | 0,4     | 0,5     | 0,9     | 0,9     | -     | -     | -     |
| Alemanya (variació interanual)             | -0,1  | -0,2  | -0,1    | -0,2    | -0,3    | -0,2    | -     | -     | -     |
| França (variació interanual)               | 1,1   | 1,1   | 1,4     | 1,0     | 1,2     | 0,7     | -     | -     | -     |
| Itàlia (variació interanual)               | 0,8   | 0,5   | 0,3     | 0,7     | 0,5     | 0,5     | -     | -     | -     |

## Preus

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

|         | 2023 | 2024 | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|---------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General | 5,5  | 2,4  | 2,6     | 2,5     | 2,2     | 2,2     | 2,2   | 2,4   | 2,5   |
| Nucli   | 5,0  | 2,8  | 3,1     | 2,8     | 2,8     | 2,7     | 2,7   | 2,7   | 2,7   |

## Sector exterior

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

|                                                           | 2023 | 2024 | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|-----------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Saldo corrent</b>                                      | 2,1  | ...  | 2,6     | 3,2     | 3,3     | ...     | 3,5   | ...   | ...   |
| Alemanya                                                  | 5,8  | ...  | 6,1     | 6,3     | 6,2     | ...     | 6,0   | ...   | ...   |
| França                                                    | -1,0 | ...  | -0,5    | -0,4    | -0,1    | ...     | -0,3  | ...   | ...   |
| Itàlia                                                    | 0,0  | ...  | 0,5     | 0,9     | 1,1     | ...     | 1,3   | ...   | ...   |
| <b>Tipus de canvi efectiu nominal<sup>1</sup></b> (valor) | 94,7 | 95,1 | 95,2    | 95,2    | 95,6    | 94,2    | 94,2  | 93,5  | 93,1  |

## 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 | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Finançament del sector privat</b>                                                      |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Crèdit a les societats no financeres <sup>2</sup>                                         | 2,7  | 0,7  | 0,3     | 0,4     | 0,8     | 1,2     | 1,0   | 1,5   | ...   |
| Crèdit a les llars <sup>2,3</sup>                                                         | 1,7  | 0,5  | 0,3     | 0,3     | 0,6     | 1,0     | 0,9   | 1,1   | ...   |
| Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres <sup>4</sup> (%)                  | 4,6  | 4,9  | 5,1     | 5,1     | 4,9     | 4,4     | 4,4   | 4,2   | ...   |
| Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge <sup>5</sup> (%) | 4,4  | 4,6  | 4,8     | 4,8     | 4,7     | 4,3     | 4,3   | 4,2   | ...   |
| <b>Dipòsits</b>                                                                           |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Dipòsits a la vista                                                                       | -8,5 | -3,9 | -8,8    | -5,5    | -2,5    | 1,1     | 1,5   | 1,8   | ...   |
| Altres dipòsits a curt termini                                                            | 21,1 | 12,3 | 18,4    | 14,4    | 10,5    | 5,9     | 6,1   | 4,5   | ...   |
| Instrumentos negociables                                                                  | 20,3 | 20,0 | 20,5    | 19,8    | 22,0    | 17,9    | 17,0  | 16,3  | ...   |
| Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)                               | 2,7  | 3,0  | 3,2     | 3,1     | 3,0     | 2,6     | 2,6   | 2,5   | ...   |

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

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

## L'economia espanyola va acabar bé el 2024 i encara el 2025 amb optimisme

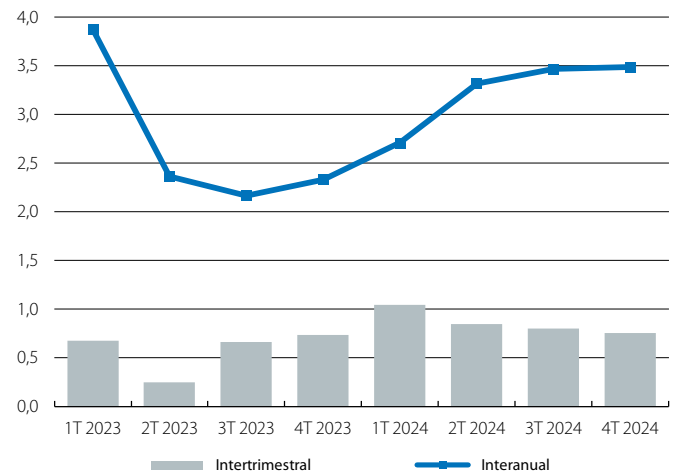
L'activitat ha mostrat un dinamisme notable en un entorn desafiador. L'economia espanyola va créixer el 3,2% el 2024 i va superar la previsió d'un any enrere de l'1,4%, malgrat la incertesa geopolítica, la inflació elevada i els tipus d'interès en nivells encara restrictius. Aquest creixement és degut al bon funcionament del sector exterior, al turisme (que va contribuir en 0,7 p. p. al creixement) i a la progressiva reactivació del consum privat, que va guanyant protagonisme en detriment d'un consum públic que va tirar molt fins al 3T. De cara al 2025, s'espera que l'economia continuï creixent per damunt de la mitjana de la zona de l'euro, secundada pel dinamisme del consum de les llars, gràcies a la recuperació del poder adquisitiu, i per la recuperació de la inversió. Els importants desafiaments geopolítics i el feble creixement europeu es presenten com els principals factors de risc.

**El PIB d'Espanya creix amb força en el 4T 2024 i supera les expectatives.** En el 4T 2024, el PIB va créixer el 0,8% intertrimestral i el 3,5% interanual i va mantenir el mateix ritme que en el 3T. Aquest creixement contrasta amb l'estancament de la zona de l'euro. En el conjunt del 2024, el PIB va créixer el 3,2%, 5 dècimes més que el 2023, i es va situar el 7,6% per damunt del nivell pre pandèmia. La sorpresa positiva de la dada de creixement del PIB del 4T ens empeny a revisar a l'alça la previsió de creixement del 2025, actualment en el 2,3%, a causa de l'efecte arrossegament que genera el repunt de creixement durant la segona meitat de l'any passat. El mercat laboral també va donar bones notícies: segons l'EPA, la taxa d'atur va recular fins al 10,6% en el 4T, la xifra més baixa des del 2T 2008, i els ocupats van augmentar en 34.800 persones en relació amb el trimestre anterior, una millora en relació amb la mitjana dels 4T del 2014-2019 (+28.300).

**La demanda interna, en especial el consum privat i la inversió, va ser el principal motor del creixement en el 4T,** ja que va aportar 1,2 p. p. al creixement intertrimestral del PIB. El consum privat va créixer un puixant 1,0% intertrimestral, mentre que la inversió, en especial en equipament i en construcció, va mostrar un repunt significatiu. En canvi, la demanda externa va tenir una contribució negativa de 0,4 p. p. al creixement intertrimestral, a causa de la caiguda de les exportacions de béns (el -1,1% intertrimestral) i del major dinamisme de les importacions.

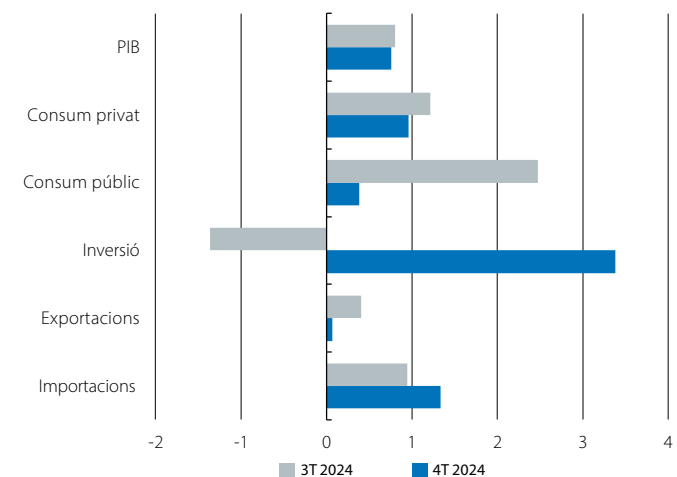
**Balanç globalment positiu dels primers indicadors d'activitat disponibles per al 2025, tot i que amb un ritme menor al del 4T 2024.** Així, segons les dades d'afiliació a la Seguretat Social, l'any va arrencar de manera positiva. Tot i que, com és habitual en un mes de gener, l'afiliació va caure, en termes desestacionalitzats l'ocupació va registrar un augment de 35.750 treballadors. Per la seva banda, al gener, l'índex PMI per al sector serveis es va situar en els 54,9 punts i es va mantenir en zona expansiva

### Espanya: PIB Variació (%)



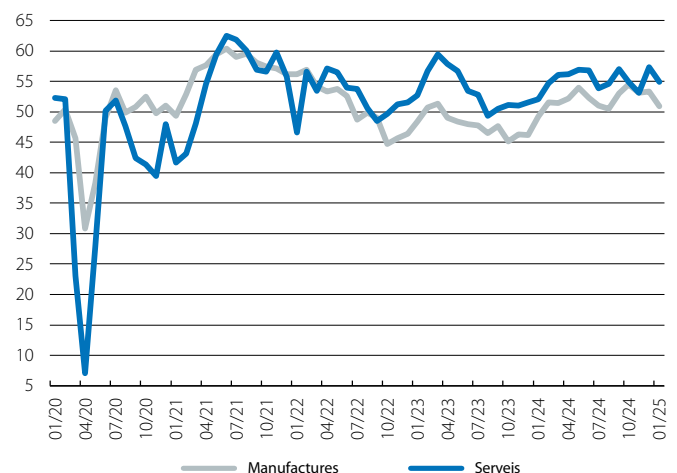
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

### Espanya: components del PIB Variació intertrimestral (%)



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

### Espanya: PMI Nivell



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

(>50), tot i que per sota del registre del desembre (57,3). No obstant això, la indústria va oferir pitjors sensacions, perquè el PMI de manufactures va baixar a 50,9 punts al gener, lleugerament per damunt de la frontera expansió/contracció i per sota del registre del desembre (53,3), llastada per la desacceleració en el ritme de creixement de les noves comandes i de la producció. Així mateix, pel costat del consum, el [monitor de consum de CaixaBank Research](#) mostra que, al gener, l'activitat de les targetes espanyoles hauria mantingut el seu dinamisme amb un creixement del 3,9% interanual, en relació amb el 3,2% del desembre i amb el 4,1% del novembre.

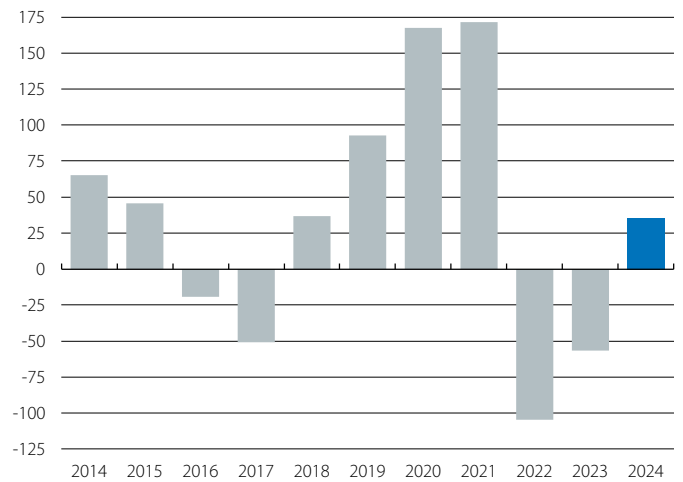
**La inflació subjacent manté al gener la seva tendència a la baixa, mentre que la general repunta lleugerament per l'energia.** La inflació general va pujar al 3,0% al gener, 2 dècimes per damunt de la dada del desembre. En canvi, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) va registrar un descens de 2 dècimes, fins al 2,4% (fa un any era del 3,6%). El lleuger repunt de la inflació general al gener s'explica per l'increment dels preus dels carburants i, en menor mesura, de l'electricitat per l'augment dels impostos a la factura elèctrica (per exemple, l'IVA de l'electricitat va passar l'1 de gener del 10% al 21%). En positiu, la caiguda de la inflació subjacent sembla indicar que les tendències de fons dels preus es mantenen a la baixa, més enllà del repunt de l'indicador general.

**Les transaccions d'habitatge a Espanya continuen creixent a taxes de dos dígit.** Les compravendes van tornar a créixer amb força al novembre (el 15% interanual) i consoliden els excepcionals increments observats en mesos anteriors (el 51% interanual a l'octubre). El gir en la política monetària dels últims mesos explica una gran part de la reactivació del sector el 2024. Entre el gener i el novembre, es van tancar 591.500 transaccions, un creixement del 8,1% interanual. El dinamisme en les compravendes, juntament amb l'acceleració dels preus en un context de demanda puixant i d'una oferta que està responant al mateix ritme, ens ha dut a augmentar les previsions de preus i de compravendes el 2024 i el 2025, tal com s'explica detalladament al Focus «[Noves previsions per al sector immobiliari espanyol: el cicle alcista es consolida el 2025](#)», en aquest mateix informe.

**El moment dolç del turisme a Espanya permet millorar el saldo corrent malgrat la feblesa de les exportacions de béns.** En termes acumulats, fins al novembre, les exportacions de béns s'estanquen en termes interanuals, en relació amb la caiguda de les importacions en l'acumulat de l'any (el -0,26% interanual), tot i que aquestes van de menys a més. Així, el dèficit comercial es va situar fins al novembre en el -2,3% del PIB, la qual cosa va representar una millora en relació amb el -2,5% registrat durant els 11 primers mesos de l'any anterior. Al seu torn, el superàvit dels serveis acumulat fins al novembre va pujar al 6,5% del PIB (el 6,3% al novembre del 2023), esperonat per l'envejable salut del turisme, que va tancar el 2024 amb unes xifres extraordinàries. El 2024, les arribades de turistes van vorejar els 94 milions, el 10,1% més que el 2023, i la seva despesa es va situar el 16,1% per damunt de la del 2023.

## Espanya: ocupats

Variació trimestral en el 4T (milers)



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

## Espanya: IPC

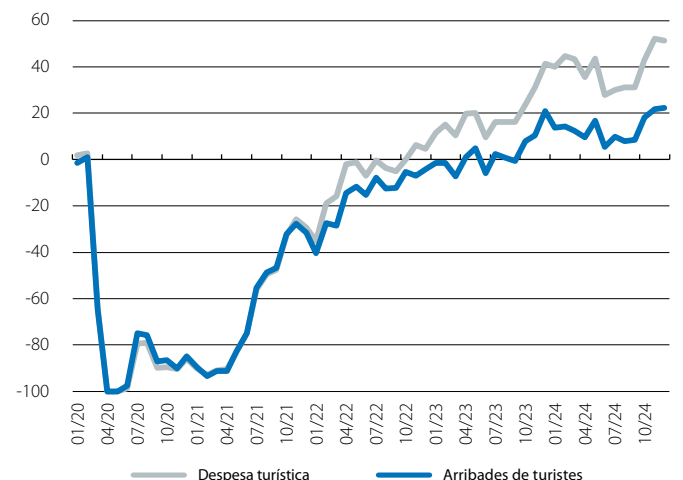
Variació interanual (%)



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

## Espanya: indicadors de turisme estranger

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



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

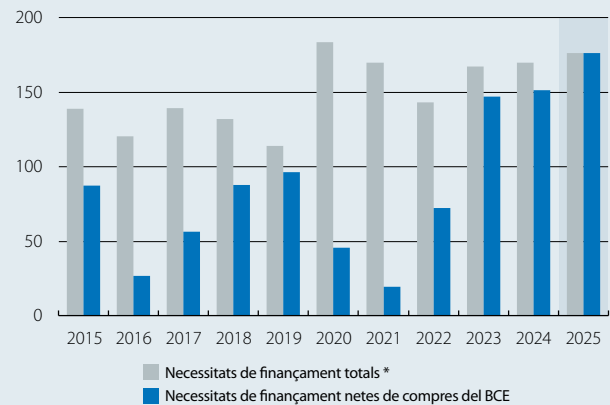
## Estratègia del Tresor 2025 en un context de reducció del dèficit públic espanyol

### Context: ajust en els comptes públics amb les noves regles fiscals

El 2025, preveiem un ajust del dèficit públic pròxim a mig punt del PIB, de manera que quedaria situat al voltant del 2,8% del PIB. Aquest descens és degut, en bona part, al final dels descomptes fiscals i de les ajudes directes, que, el 2024, van representar 5.500 milions d'euros (el 0,4% del PIB). Aquest escenari fiscal ja té en compte un augment excepcional de la despesa de diverses dècimes per les mesures de suport per la DANA, compensat, en bona part, per les noves mesures d'ingressos aprovades al desembre (tipus mínim del 15% en societats per a multinacionals, augment del tipus marginal màxim de l'IRPF per a les rendes del capital, impost a vaporejadors...). Així i tot, si s'acabessin aprovant els Pressupostos per a enguany i incorporessin mesures addicionals de despesa, el dèficit podria ser una mica superior.

Un dèficit inferior al 3,0% és una dada molt per sota de la que s'espera en països com França (entre el 5% i el 6% del PIB) o Itàlia (dèficit al voltant del 3,5%) i, a més a més, és plenament coherent amb les regles fiscals que es comencen a aplicar enguany. En concret, Espanya s'ha compromès en el Pla Fiscal i Estructural 2025-2031, aprovat recentment pel Consell Europeu, a un ajust del saldo estructural primari de 4 dècimes el 2025.<sup>1</sup> Com que es preveu que la despesa en interessos sigui estable en percentatge del PIB el 2025, l'ajust del dèficit provindrà bàsicament d'una reducció del dèficit estructural primari amb la retirada de les ajudes (per regla general, la Comissió Europea té una definició molt

### Espanya: necessitats de finançament del Tresor (Milers de milions d'euros)



**Nota:** \* Les xifres d'amortitzacions no inclouen les lletres.

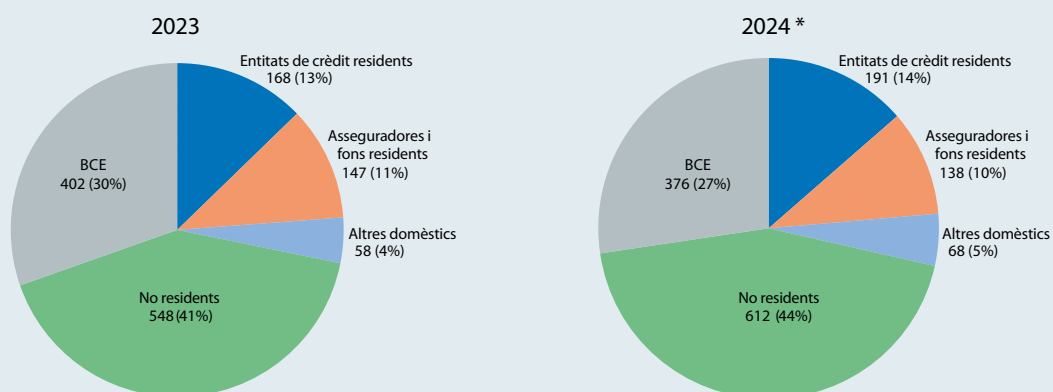
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.

restrictiva del que considera una mesura *one-off*, de manera que les mesures per lluitar contra la inflació entren dins el perímetre del saldo estructural).

Així, la bona situació cíclica de l'economia permetrà un creixement robust dels ingressos públics, al voltant del 6% interanual, mentre que l'augment de la despesa pública serà menor, tenint en compte que el pla estructural fixa que el creixement de la despesa primària computable neta<sup>2</sup> d'Espanya el 2025 (que no inclou les mesures DANA) se situarà una mica per sota del 4%.<sup>3</sup>

### Espanya: tinences de deute de l'Estat (lletres, bons i obligacions)

Milers de milions d'euros i estructura (%)



**Nota:** \* Dades de novembre del 2024.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.

1. El pla proposa un ajust fiscal acumulat el 2024-2031 en el saldo estructural primari de 2,9 punts de PIB (0,42 punts de mitjana a l'any). D'aquesta manera, i tenint en compte que la despesa en interessos es mantindrà estable per sota del 3% de PIB, el dèficit públic baixaria del 3,0% del PIB del 2024 al 0,8% el 2031, i el saldo primari del -0,4% del PIB del 2024, al +2,0% el 2031.

2. La despesa computable inclou la despesa pública neta de les despeses en concepte d'interessos, les mesures discrecionals relatives als ingressos, les despeses en programes de la UE compensats íntegrament amb els ingressos procedents dels fons de la Unió, la despesa nacional en cofinançament de programes finançats per la Unió, els elements cíclics de la despesa en prestacions d'atur i les mesures puntuals i altres mesures de caràcter temporal.

3. El creixement de la despesa primària neta seria, de mitjana, del 3% entre el 2025 i el 2031.

Malgrat la disminució prevista del dèficit, les necessitats de finançament del Tresor continuen sent elevades. El 2025, el Tresor preveu una emissió neta de 60.000 milions d'euros, coberta, principalment, mitjançant instruments a mitjà i a llarg termini. Es tracta d'una xifra elevada, superior en 5.000 milions a la del 2024, per les necessitats de finançament derivades de les mesures de suport als afectats per la DANA (recordem que el Govern central ha aprovat mesures per més de 16.000 milions, amb un impacte sobre el dèficit de 5 dècimes de PIB), tot i que inferior en 5.000 milions a la del 2023. L'emissió bruta de deute a mitjà i a llarg termini serà de 176.514 milions d'euros.

### L'estratègia del Tresor, després de la culminació del replegament del BCE

El BCE culmina enguany el seu replegament i deixarà de reinvertir, la qual cosa representa un canvi d'escenari per a la col·locació del deute a emetre.<sup>4</sup> No obstant això, el context de tipus d'interès més alts en relació amb el període 2016-2022 i l'ancoratge de les expectatives haurien d'augmentar l'atractiu del deute públic per als inversors, ja siguin domèstics o no residents. El 2024, els inversors estrangers van augmentar les tinences de deute espanyol en 64.300 milions d'euros, molt per damunt de la mitjana històrica del 2003-2021 (16.400 milions d'augment mitjà anual). D'aquesta manera, el seu pes sobre el total de tinences del nostre deute (incloses les lletres, les quals representen amb prou feines el 5% de la cartera de deute) ha pujat fins al 44,2%, en relació amb el 40,3% del final del 2022.

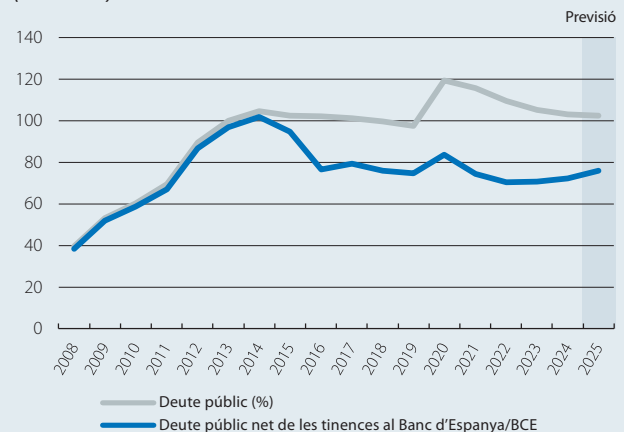
D'altra banda, els inversors minoristes espanyols han liderat l'interès domèstic en les lletres del Tresor i han passat a ser-ne el principal tenidor, amb un increment històric de 24.125 milions d'euros des del final del 2022, tot i que s'ha estabilitzat arran de les primeres baixades de tipus (-1.370 milions entre el juny i novembre). Així, en conjunt, els inversors domèstics concentren el 28,6% de tot el deute en circulació (el 26,3% al final del 2022).

Mirant l'estoc total, estimem que, el 2025, el deute públic en mans del BCE representarà el 25,7% del total del deute (el 26,3% del PIB), i el 73,7% restant (el 75,9% del PIB) quedarà en mans de la resta d'inversors. Entre els anys 2012 i 2015, el volum de deute sobre el total en mans d'actors que no eren el banc central va superar amb escreix aquesta xifra (amb un pic del 101,6% del PIB el 2014).

El 2024, el cost mitjà de les noves emissions del Tresor espanyol es va reduir al 3,16%, 28 p. b. menys que el 2023 i 80 p. b. per sota del pic de l'octubre del 2023. Aquesta reducció s'alinea amb la baixada acumulada de tipus del BCE, que continuen sent superiors al cost mitjà de la cartera, la qual cosa farà que el cost mitjà continuï pujant temporalment. La vida mitjana de la cartera s'ha mantingut estable prop dels vuit anys, ja que el Tresor ha aprofitat els anys de tipus baixos per emetre en els trams més llargs de la corba. Aquesta estabilitat ha mitigat l'impacte de la pujada dels tipus d'interès, amb el cost mitjà del deute, que ha augmentat només 57 p. b. des del 2021 malgrat la important pujada dels tipus d'interès.

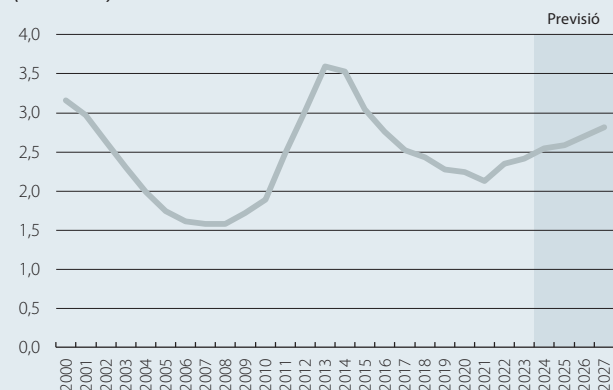
4. El 2024, el BCE ja va aturar les compres netes de deute sobirà espanyol i es va limitar a reinvertir les amortitzacions del PEPP (programa d'expansió quantitativa extraordinari per la pandèmia) per valor de 18.600 milions (l'1,2% del PIB). El 2025, el BCE deixarà de reinvertir les amortitzacions del PEPP.

### Espanya: deute públic (% del PIB)



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

### Espanya: pagament d'interessos del deute públic (% del PIB)



Nota: Com el venciment mitjà és de 8 anys, la predicció es realitza a partir del tipus de mercat implícit a 8 anys.

Font: CaixaBank Research.

El 2025, es preveu que el cost mitjà del conjunt del deute públic repuntarà de forma molt moderada, atès que una part important del deute que s'anirà amortitzant es va emetre fa set o vuit anys a tipus més baixos que els d'emissió actuals. En concret, el pagament d'interessos per al deute del conjunt de les Administracions públiques (AP), tenint en compte el repunt dels tipus sobirans per diversos conductes, com la influència del repunt dels sobirans als EUA, les expectatives de major creixement i de més incertesa sobre on se situaran els tipus a mitjà i a llarg termini..., es podria situar el 2025 en el 2,5%-2,6% del PIB, un nivell similar al del 2023-2024 i en línia amb el que espera l'AIReF, però inferior al d'una dècada enrere (el 2014, per exemple, va assolir el 3,5%).

A mitjà termini, el 2027, la factura d'interessos del conjunt de les AP es podria situar al voltant del 2,8% del PIB. Serà clau implementar una estratègia de consolidació fiscal gradual i sostinguda, ajustada a les noves regles fiscals de la UE.

Javier Garcia-Arenas

## Noves previsions per al sector immobiliari espanyol: el cicle alcista es consolida el 2025

### El mercat de l'habitatge va entrar en mode expansiu el 2024

L'any 2024 es va caracteritzar per un canvi de tendència al mercat immobiliari. Si, el 2023, l'augment dels tipus d'interès va propiciar que el preu de l'habitatge s'alentís i que la demanda disminuís (les compravendes van caure el 10,2%), el 2024, el preu es va accelerar de manera notable. Així, el preu de l'habitatge va passar de créixer el 3,9% el 2023 al 6,0% interanual en el 3T 2024, segons el Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana, basat en valor de taxació. L'acceleració encara és més evident a l'índex de l'INE, basat en preus de transacció: del 4,0% el 2023 al 8,2% interanual en el 3T 2024.

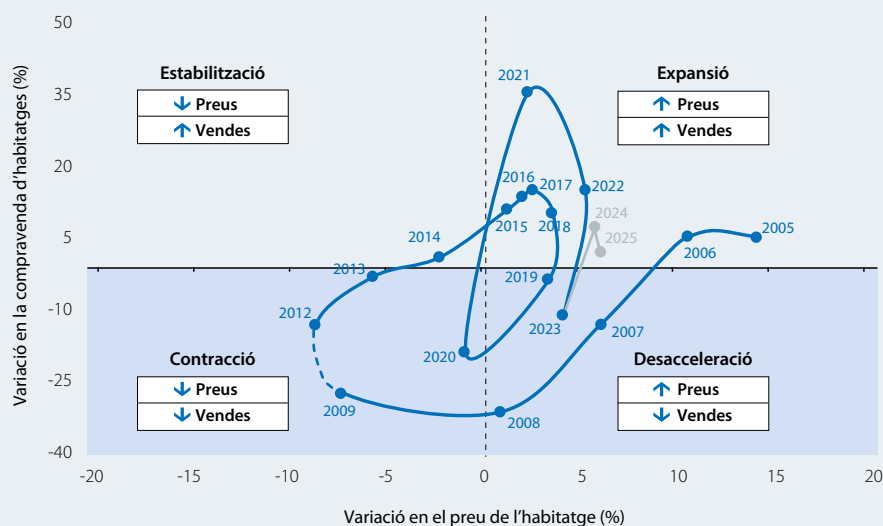
Aquesta acceleració dels preus s'ha produït en un context en què la demanda d'habitatge s'ha mantingut molt dinàmica. El nombre de compravendes va augmentar el 8,1% interanual al gener-novembre del 2024 (628.000 unitats en l'acumulat de 12 mesos fins al novembre, el 24% més que el 2019), a causa d'un conjunt de factors que estan impulsant la demanda: creixement de la renda bruta disponible, puixança de la demanda estrangera, fluxos migratoris positius, situació financera favorable de les llars, reducció dels tipus d'interès i expectativa que els preus de l'habitatge continuaran augmentant.

El rellotge immobiliari de CaixaBank Research mostra aquest moviment: el sector va abandonar la zona de desacceleració en què es trobava el 2023 (descens de vendes, però no de preus) per entrar en la zona expansiva el 2024 (increment de vendes i del preu).<sup>1</sup>

### La tendència alcista tindrà continuïtat el 2025

Per al 2025, considerem que el mercat de l'habitatge es mantindrà en aquesta zona expansiva. D'una banda, els diferents factors que han impulsat la demanda continuaran presents. El BCE continuarà reduint els tipus d'interès, s'espera que la renda de les famílies continuï recuperant poder adquisitiu i es preveu que la població també continuï creixent. Així, preveiem que el nombre de transaccions se situarà al voltant de les 650.000 i que igualarà el registre del 2022. De l'altra, esperem que l'oferta d'habitatge continuï creixent de forma gradual: incrementem la previsió de visats d'obra nova de 125.000 a 135.000 el 2025, després d'haver guanyat tracció el 2024 (el +16,5% interanual al gener-octubre del 2024, uns 125.000 en l'acumulat de 12 mesos). No obstant això, és probable que la nova oferta d'habitatge es mantingui per sota de les noves llars que es creïn, la qual cosa mantindrà el creixement dels preus de l'habitatge en xifres similars a les observades el

### Rellojete inmobiliari de CaixaBank Research



**Nota:** S'exclou el període 2010-2011 a causa de l'efecte provocat pels incentius fiscals.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, del Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana i de previsions pròpies.

1. Per a una descripció del moviment del rellotge immobiliari en els últims anys, vegeu el Focus «[El rellotge immobiliari de CaixaBank Research: desacceleració a la vista](#)», publicat a l'IM09/2022. L'última actualització del rellotge es va publicar a l'IM03/2024: «[El rellotge immobiliari de CaixaBank Research: de la desacceleració a l'expansió](#)».

2024. En concret, esperem que l'indicador de preus del Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana (valor de taxació) creixi el 5,6% i el 5,9% el 2024 i el 2025, respectivament (+0,5 p. p. i +2,3 p. p. en relació amb la previsió anterior). Per a l'índex de l'INE (preu de transacció), la revisió a l'alça és de +1,3 p. p. i de +3,1 p. p., respectivament, fins al 8,5% el 2024 i el 7,2% el 2025.

Amb aquestes noves previsions, el creixement del preu de l'habitatge seria lleugerament superior al de la renda disponible per llar, de manera que la ràtio d'accessibilitat<sup>2</sup> augmentaria lleugerament a nivell agregat, del 7,2 del 2024 al 7,5 el 2025, i assoliria una cota similar a la del 2022, tot i que molt inferior al màxim del 9,4 assolit el 2007. D'aquesta manera, el bon comportament de les rendes de les llars evitaria, a curt termini, l'aparició de desequilibris destacats en els preus a nivell agregat, tot i que, a les grans ciutats, hi ha un problema obvi d'accessibilitat. En tot cas, el comportament del preu de l'habitatge continuarà condicionat, en gran part, pel desajustament entre l'oferta i la demanda. En aquest sentit, una reactivació de l'oferta inferior a la prevista podria pressionar més del que s'espera els preus de l'habitatge i, en funció de la reacció de la demanda, podria agreujar els problemes d'accessibilitat.<sup>3</sup>

Judit Montoriol Garriga

Previsions de CaixaBank Research per al sector immobiliari espanyol (gener del 2025)

|                                                                   | 2021 | 2022 | 2023 | 2024      | 2025      |
|-------------------------------------------------------------------|------|------|------|-----------|-----------|
| <b>Compravendes (Milers)</b>                                      | 566  | 650  | 584  | 630 (572) | 650 (578) |
| <b>Visats d'obra nova (Milers)</b>                                | 108  | 109  | 109  | 125 (115) | 135 (125) |
| <b>Preu habitatge (Ministeri d'Habitatge) (Variació anual, %)</b> | 2,1  | 5,0  | 3,9  | 5,6 (5,1) | 5,9 (3,6) |
| <b>Preu habitatge (INE) (Variació anual, %)</b>                   | 3,7  | 7,4  | 4,0  | 8,5 (7,1) | 7,2 (4,1) |

**Nota:** Entre parèntesis, previsió de l'octubre del 2024.  
**Font:** CaixaBank Research.

2. La ràtio d'accessibilitat es calcula dividint el preu d'un habitatge representatiu i la renda bruta disponible de la llar mitjana i indica el nombre d'anys de renda íntegra que la llar mitjana espanyola ha de dedicar a la compra d'un habitatge mitjà.  
3. Per a més detalls sobre la situació i les perspectives del sector, vegeu l'Informe Sectorial Immobiliari 1S 2025, disponible a [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com) al final de febrer del 2025.

## L'estabilitat de l'ocupació millora a Espanya

Atesa la notable reducció que ha registrat la taxa de temporalitat en els últims anys, de forma generalitzada per sectors, per grups d'edat o per regions, es podria afirmar que la reforma laboral aprovada al desembre del 2021 ha aconseguit un dels seus principals objectius. En aquest sentit, del total d'afiliats al Règim General al final del 2024, el 12,7% eren temporals, xifra que contrasta amb el 29,7% en la mitjana del 2014-2019.<sup>1</sup> Això s'ha traduït en una major estabilitat de l'ocupació? Com veurem tot seguit, també en aquest aspecte hem assistit a una millora, tot i que de menor intensitat que la que es dedueix a partir de la caiguda de la taxa de temporalitat.<sup>2</sup>

Atès que la reforma laboral ha desincentivat la contractació temporal i ha incrementat el pes dels contractes indefinits, s'ha produït una caiguda significativa del nombre de contractes que se signen. Així, els contractes registrats han passat d'una mitjana anual propera als 20,3 milions abans de la pandèmia (2014-2019) a 15,4 milions el 2024 (vegeu el primer gràfic). En conseqüència, s'ha produït una caiguda de l'índex de rotació (quocient entre el nombre de contractes signats i el nombre de persones contractades en el període), que ha passat d'una mitjana mensual d'1,37 el 2014-2019 a 1,22 el 2024 (vegeu el segon gràfic).

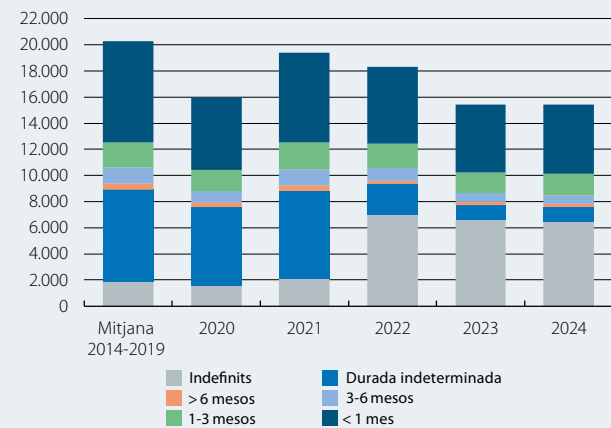
El fet que se signin menys contractes per substituir els temporals que arriben al seu final es tradueix, de manera automàtica, en un menor volum d'altres i de baixes a la Seguretat Social. L'evolució de les altes i de les baixes és un indicador que ens aproxima la major o menor estabilitat de l'ocupació. En aquest sentit, per veure el comportament de la rotació al mercat laboral, ens podem fixar en la ràtio de la suma d'altres i de baixes de cada mes sobre el volum total d'afiliats (treballadors assalariats inscrits en el Règim General): aquesta ràtio ens mostra la intensitat dels fluxos d'entrada i de sortida del mercat laboral en relació amb el volum d'ocupació.

Com s'observa al tercer gràfic, aquesta taxa de rotació s'ha reduït en els últims anys, des d'una mitjana de l'1,30% el 2014-2019 (és a dir, de cada 100 treballadors, 1,30 es donaven d'alta o de baixa mensualment) fins a l'1,10% el 2024. No obstant això, aquest bon resultat va acompanyat d'una major rotació, tant entre els treballadors temporals (del 3,84% al 4,32%) com, en especial, entre els indefinits, la taxa dels quals, tot i mantenir-se en nivells baixos, ha passat del 0,25% al 0,67%. Només s'ha reduït la

1. Per a més detalls, vegeu el Focus «On s'ha concentrat la caiguda de la taxa de temporalitat?», a l'IM06/2024.

2. Vegeu FEDEA (2023), «Reforming dual labor markets: "empirical" or "contractual" temporary rates?», Estudis sobre l'Economia Espanyola, número 2023-36.

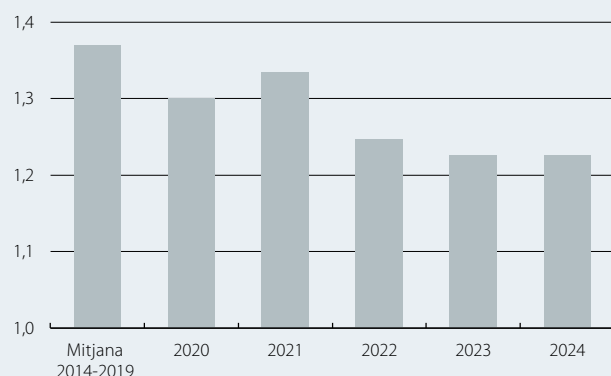
### Espanya: contractes registrats per durada (Milers)



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

### Espanya: taxa de rotació mitjana mensual dels contractes

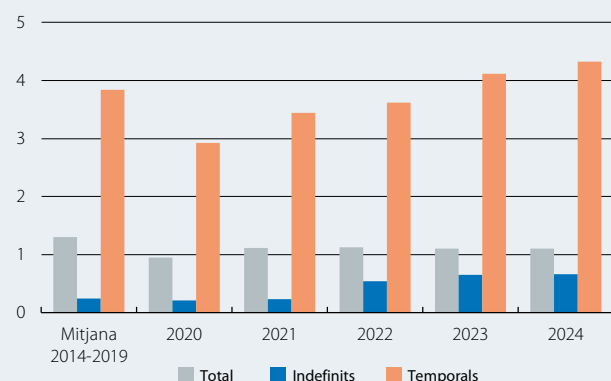
Contractes registrats sobre persones contractades en el període (%)



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

### Espanya: taxa de rotació mensual laboral dels assalariats

Suma d'altres i de baixes sobre afiliats (%)



Nota: Mitjana de les ràtios mensuals.

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

rotació, del 0,47% al 0,40%, entre la resta de treballadors, que inclouen cuidadors no professionals, funcionaris o aquells que tenen contracte de formació o de pràctiques.

Un altre indicador que mostra la major estabilitat al mercat laboral és la taxa de supervivència dels contractes un any després de la seva signatura. A partir de dades de la Mostra Contínua de Vides Laborals (MCVL),<sup>3</sup> es desprèn que el 16% dels contractes signats al març del 2022 segueixen en vigor un any després, en relació amb l'11% en el cas dels contractes signats en el mateix mes del 2017 i del 2018. En canvi, la supervivència en el cas dels contractes indefinits, exclosos els fixos discontinus, es redueix del 52,5% al 48%, la qual cosa vindria a confirmar que una part de la inestabilitat inherent als contractes temporals s'ha traslladat als contractes indefinits.

En la mateixa línia, els fluxos de l'EPA mostren una caiguda notable dels ocupats que passen a situació d'aturats en el següent trimestre. En relació amb una mitjana trimestral del 3,9% en el període 2014-2019, s'ha baixat al 2,9% el 2024, un percentatge que encara es troba per damunt de la mitjana europea (l'1,3%).

En definitiva, l'estabilitat de l'ocupació, en termes agregats, ha millorat en els últims anys, i ho ha fet malgrat que, per tipus de contracte, la rotació ha augmentat en cadascun d'ells. El que ha dominat és l'efecte composició en haver guanyat pes els contractes indefinits amb menys rotació.

*Nuria Bustamante i Sergio Díaz*

3. L'MCVL recull informació individual anonimitzada, procedent de les bases de dades de la Seguretat Social i d'altres dades del Padró Continu Municipal (INE) i del resum anual de retencions i d'ingressos a compte de l'IRPF (AEAT), sobre les relacions amb la Seguretat Social d'una àmplia mostra d'afiliats i de pensionistes (1,32 milions en l'última edició del 2023). Es disposa d'informació sobre les dates d'alta i de baixa de cada afiliació entre el gener del 2017 i el març del 2023. Per a més informació, vegeu Banc d'Espanya (2024), «El comportamiento reciente de la tasa de temporalidad y de otros indicadores que aproximan el grado de estabilidad del empleo», Requadre 3.1, *Informe Anual 2023*.

**Indicadors d'activitat i ocupació**

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

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

**Preus**

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

|           | 2023 | 2024 | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|-----------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General   | 3,5  | 2,8  | 3,1     | 3,5     | 2,2     | 2,4     | 2,4   | 2,8   | 3,0   |
| Subjacent | 6,0  | 2,9  | 3,5     | 3,0     | 2,6     | 2,5     | 2,4   | 2,6   | 2,4   |

**Sector exterior**

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

|                                                      | 2023  | 2024 | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|------------------------------------------------------|-------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Comerç de béns</b>                                |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)   | -1,4  | ...  | -6,9    | -4,9    | -1,8    | ...     | -0,8  | ...   | ...   |
| Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)   | -7,2  | ...  | -9,8    | -7,1    | -3,1    | ...     | -1,2  | ...   | ...   |
| <b>Saldo corrent</b>                                 | 39,8  | ...  | 41,2    | 45,4    | 49,6    | ...     | 49,4  | ...   | ...   |
| Béns i serveis                                       | 58,8  | ...  | 60,5    | 65,5    | 69,3    | ...     | 69,3  | ...   | ...   |
| Rendes primàries i secundàries                       | -19,1 | ...  | -19,2   | -20,1   | -19,7   | ...     | -19,9 | ...   | ...   |
| <b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b> | 56,0  | ...  | 56,0    | 61,5    | 66,2    | ...     | 65,9  | ...   | ...   |

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

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

|                                          | 2023  | 2024 | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|------------------------------------------|-------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Dipòsits</b>                          |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Dipòsits de llars i empreses             | 0,3   | 5,0  | 3,3     | 5,2     | 4,3     | 5,0     | 5,6   | 5,0   | ...   |
| A la vista i preavis                     | -7,4  | 1,9  | -5,2    | -1,9    | -1,6    | 1,9     | 1,4   | 1,9   | ...   |
| A termini i cessions temporals (repo)    | 100,5 | 23,7 | 96,7    | 68,0    | 47,5    | 23,7    | 32,4  | 23,7  | ...   |
| Dipòsits d'AP <sup>5</sup>               | 0,5   | 23,0 | -4,6    | -4,1    | 14,8    | 23,0    | 20,2  | 23,0  | ...   |
| <b>TOTAL</b>                             | 0,3   | 6,2  | 2,7     | 4,5     | 5,1     | 6,2     | 6,8   | 6,2   | ...   |
| <b>Saldo viu de crèdit</b>               |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Sector privat                            | -3,4  | 0,6  | -2,6    | -1,3    | -0,3    | 0,6     | 0,4   | 0,6   | ...   |
| Empreses no financeres                   | -4,7  | 0,3  | -3,6    | -1,8    | -0,6    | 0,3     | 0,2   | 0,3   | ...   |
| Llars - habitatges                       | -3,2  | 0,5  | -2,5    | -1,5    | -0,7    | 0,5     | 0,1   | 0,5   | ...   |
| Llars - altres finalitats                | -0,5  | 1,8  | -0,1    | 0,7     | 1,2     | 1,8     | 1,9   | 1,8   | ...   |
| Administracions públiques                | -3,5  | -2,8 | -4,8    | -2,7    | -5,4    | -2,8    | -3,0  | -2,8  | ...   |
| <b>TOTAL</b>                             | -3,4  | 0,4  | -2,7    | -1,4    | -0,7    | 0,4     | 0,2   | 0,4   | ...   |
| <b>Taxa de morositat (%)<sup>6</sup></b> | 3,5   | ...  | 3,6     | 3,4     | 3,4     | ...     | 3,4   | ...   | ...   |

**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.

## L'economia portuguesa agafa embranzida en el 4T 2024

**El PIB va sorprendre positivament en el 4T 2024** amb un avanç intertrimestral de l'1,5% (el 2,7% interanual), que va situar el creixement del conjunt de l'any en l'1,9%, per damunt de la previsió de CaixaBank Research (l'1,7%) i del consens d'analistes. El bon comportament en el tram final del 2024 introdueix riscos a l'alça, per l'efecte arrossegament, en la previsió actual de CaixaBank Research per al 2025 (el 2,3%).

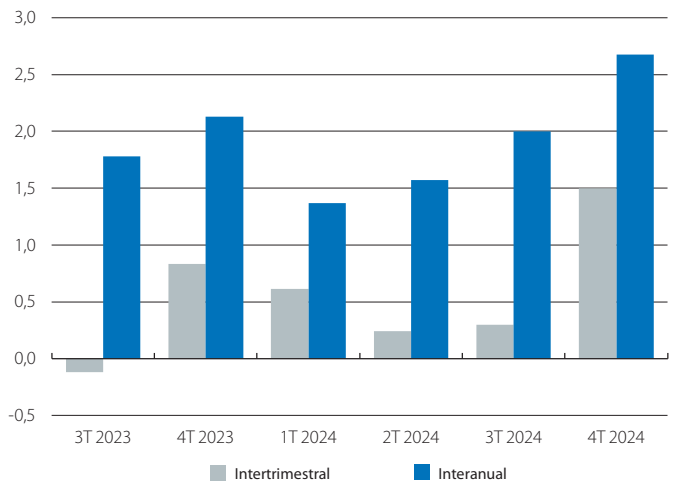
Per components, la inversió s'hauria de recuperar, ateses les expectatives d'acceleració en l'execució dels fons NGEU, que entren en el seu penúltim any, en un entorn, a més a més, amb condicions de finançament menys restrictives. El consum privat també mantindrà un dinamisme notable, gràcies a la solidesa del mercat laboral i a l'avanç de la renda disponible real de les famílies. Considerem que la demanda externa tindrà una lleugera contribució negativa al creixement del PIB, derivada d'una acceleració de les importacions i d'unes exportacions que es veuran afectades negativament per un context internacional encara incert pel que fa a l'impacte de les polítiques més proteccionistes dels EUA.

**La inflació recula al gener.** L'IPC general va disminuir fins al 2,5% al gener, en relació amb el 3,0% del mes anterior, i la taxa subjacent va passar del 2,8% al 2,6%. Aquesta correcció s'explica, en part, per un efecte base associat tant al final de l'exempció de l'IVA en un conjunt de béns alimentaris essencials com a l'augment de preus de l'electricitat, que es van produir al gener del 2024. No obstant això, les dades del gener són superiors a les registrades fa un any (el 2,3% la taxa general i el 2,4% la subjacent), la qual cosa reflecteix la resistència a la baixa de la inflació en aquest últim tram fins a assolir l'objectiu del 2%.

**Nou rècord al sector turístic el 2024,** amb 31,6 milions d'arribades de turistes i 80,3 milions de pernотacions, la qual cosa representa creixements del 5,2% i del 4,0%, respectivament. L'increment de pernотacions va ser superior entre els estrangers (el +4,8% vs. el 2,4% dels residents). Pel que fa als mercats emissors, el Regne Unit continua sent líder, tot i que els creixements més intensos de les pernотacions són de turistes del Canadà i dels EUA (el +17,1% i el +12,1%, respectivament). De cara al 2025, les perspectives continuen sent molt positives, arran de la recuperació del poder adquisitiu i del manteniment d'un dòlar fort.

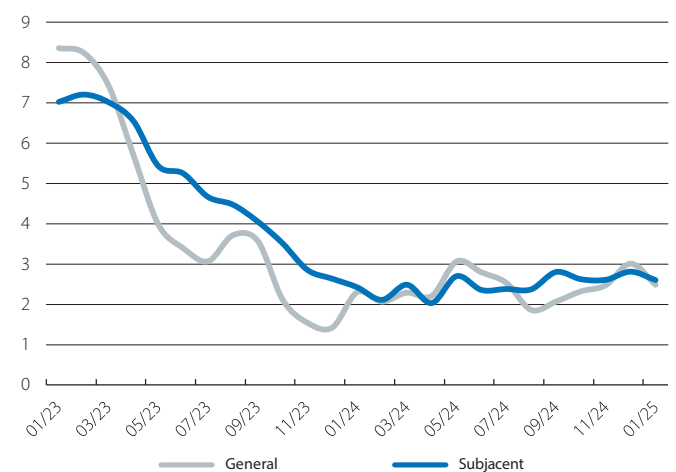
**Els comptes públics acaben el 2024 en terreny positiu per segon any consecutiu.** El saldo pressupostari (en termes de caixa) es va situar en el 0,1% del PIB en el conjunt de l'any, en relació amb l'1,7% del 2023 (un cop exclòs l'impacte de la transferència del Fons de Pensions de la CGD a la CGA). El menor superàvit s'explica per l'intens creixement de la despesa (el 9,2%, en relació amb el 5,1% dels ingressos). En tot cas, el lleuger saldo positiu millora l'estimació del Govern (el -0,4% del PIB). A partir d'aquest resultat, estimem que, en termes de comptabilitat nacional, el superàvit s'haurà situat al voltant de l'1,0% del PIB, la qual cosa, si es confirma, superaria àmpliament l'estimació del Govern (el 0,4%) i de CaixaBank Research (el 0,5%).

### Portugal: PIB Variació (%)



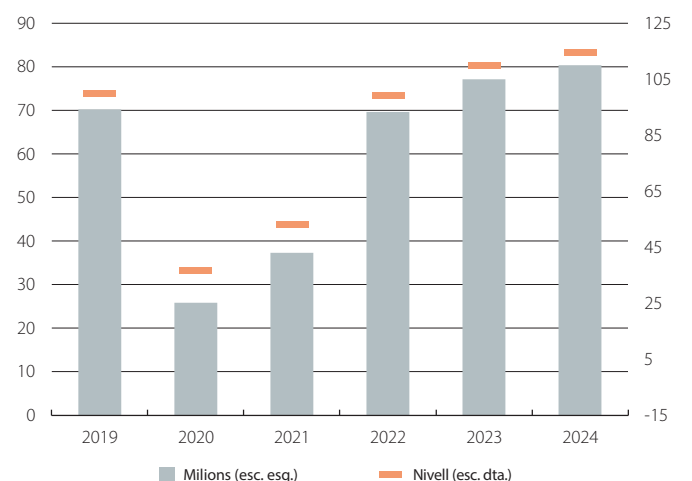
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

### Portugal: IPC Variació interanual (%)



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

### Portugal: pernотacions (Milions)



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  | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|---------------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Índex coincident d'activitat                                  | 3,5   | 1,5   | 2,1     | 1,4     | 1,1     | 1,2     | 1,3   | 1,2   | ...   |
| <b>Indústria</b>                                              |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Índex de producció industrial                                 | -3,1  | 0,3   | 1,4     | 1,4     | -0,8    | -0,9    | -2,5  | -4,9  | ...   |
| Indicador de confiança a la indústria (valor)                 | -7,4  | -6,2  | -7,9    | -6,7    | -6,2    | -3,9    | -3,5  | -4,1  | -4,7  |
| <b>Construcció</b>                                            |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges) | 7,5   | ...   | -17,5   | 8,4     | 12,0    | ...     | 26,9  | ...   | ...   |
| Compravenda d'habitatges                                      | -18,7 | ...   | -4,1    | 10,4    | 19,4    | ...     | -     | -     | -     |
| Preu de l'habitatge (euro / m <sup>2</sup> - taxació)         | 9,1   | 8,5   | 5,5     | 6,8     | 8,5     | 13,2    | 13,7  | 13,7  | ...   |
| <b>Serveis</b>                                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Turistes estrangers (acum. 12 mesos)                          | 19,1  | 6,2   | 13,1    | 9,5     | 7,8     | 6,2     | 6,4   | 6,2   | ...   |
| Indicador de confiança als serveis (valor)                    | 7,6   | 5,5   | 6,3     | 4,3     | -0,4    | 11,9    | 12,3  | 17,9  | 20,2  |
| <b>Consum</b>                                                 |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Vendes comerç al detall                                       | 1,1   | 3,4   | 1,8     | 2,2     | 3,9     | 5,7     | 5,5   | 5,9   | ...   |
| Indicador coincident del consum privat                        | 2,9   | 2,5   | 2,4     | 2,2     | 2,5     | 3,0     | 3,0   | 3,3   | ...   |
| Indicador de confiança dels consumidors (valor)               | -28,6 | -18,0 | -24,6   | -18,7   | -14,3   | -14,3   | -14,0 | -15,0 | -15,1 |
| <b>Mercat de treball</b>                                      |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Població ocupada                                              | 2,3   | ...   | 1,4     | 1,0     | 1,2     | ...     | 1,3   | 1,4   | ...   |
| Taxa d'atur (% de la població activa)                         | 6,5   | ...   | 6,8     | 6,1     | 6,1     | ...     | 6,6   | 6,4   | ...   |
| <b>PIB</b>                                                    | 2,3   | 3,3   | 1,4     | 1,6     | 1,9     | 2,7     | -     | -     | -     |

**Preus**

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

|           | 2023 | 2024 | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|-----------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General   | 4,4  | 2,4  | 2,2     | 2,7     | 2,2     | 2,6     | 2,5   | 3,0   | 2,5   |
| Subjacent | 5,1  | 2,5  | 2,3     | 2,4     | 2,5     | 2,7     | 2,6   | 2,8   | 2,6   |

**Sector exterior**

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

|                                                      | 2023 | 2024 | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Comerç de béns</b>                                |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)   | -1,4 | ...  | -5,5    | -3,7    | 0,8     | ...     | 2,8   | ...   | ...   |
| Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)   | -4,0 | ...  | -7,3    | -5,6    | -0,9    | ...     | 1,2   | ...   | ...   |
| <b>Saldo corrent</b>                                 | 1,3  | ...  | 3,1     | 4,4     | 5,2     | ...     | 5,7   | ...   | ...   |
| Béns i serveis                                       | 3,3  | ...  | 4,6     | 5,2     | 5,8     | ...     | 6,2   | ...   | ...   |
| Rendes primàries i secundàries                       | -2,0 | ...  | -1,5    | -0,8    | -0,7    | ...     | -0,5  | ...   | ...   |
| <b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b> | 5,0  | ...  | 6,9     | 8,0     | 8,5     | ...     | 9,3   | ...   | ...   |

**Crèdit i dipòsits dels sectors no financers**

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

|                                          | 2023  | 2024 | 1T 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 11/24 | 12/24 | 01/25 |
|------------------------------------------|-------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Dipòsits<sup>1</sup></b>              |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Dipòsits de llars i empreses             | -2,3  | 7,5  | 2,7     | 5,6     | 6,0     | 7,5     | 6,9   | 7,5   | ...   |
| A la vista i estalvi                     | -18,5 | -0,3 | -14,8   | -8,6    | -6,7    | -0,3    | -2,1  | -0,3  | ...   |
| A termini i preavis                      | 22,2  | 15,3 | 27,1    | 24,0    | 20,9    | 15,3    | 16,6  | 15,3  | ...   |
| Dipòsits d'AP                            | -12,4 | 26,7 | 9,1     | 4,5     | 29,1    | 26,7    | 11,1  | 26,7  | ...   |
| <b>TOTAL</b>                             | -2,6  | 7,9  | 2,9     | 5,6     | 6,7     | 7,9     | 7,1   | 7,9   | ...   |
| <b>Saldo viu de crèdit<sup>1</sup></b>   |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Sector privat                            | -1,5  | 2,2  | -0,8    | -0,3    | 1,1     | 2,2     | 1,9   | 2,2   | ...   |
| Empreses no financeres                   | -2,1  | -0,3 | -1,7    | -1,7    | -0,6    | -0,3    | 0,0   | -0,3  | ...   |
| Llars - habitatges                       | -1,4  | 3,3  | -0,7    | 0,1     | 1,5     | 3,3     | 2,6   | 3,3   | ...   |
| Llars - altres finalitats                | -0,3  | 4,8  | 1,5     | 2,5     | 4,0     | 4,8     | 4,2   | 4,8   | ...   |
| Administracions públiques                | -5,5  | 0,6  | 5,9     | -5,8    | -4,1    | 0,6     | -4,0  | 0,6   | ...   |
| <b>TOTAL</b>                             | -1,7  | 2,2  | -0,5    | -0,5    | 0,9     | 2,2     | 1,7   | 2,2   | ...   |
| <b>Taxa de morositat (%)<sup>2</sup></b> | 2,7   | ...  | 2,7     | 2,6     | 2,6     | ...     | -     | -     | -     |

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

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

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

## Et recomanem:

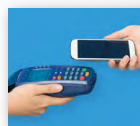
### Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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



### Monitor de consum

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



### Flash de divises

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



### Informe Sectorial Turisme 1S 2025

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



### Observatori Sectorial

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



### Informe Sectorial Agroalimentari 2024

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



Segueix-nos a:



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



@CABK\_Research



Newsletter



CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2025

© Banco BPI, 2025

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

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

