

Capítol 7.

Riscos financers globals:
deute creixent i alta volatilitat



Taula de contingut

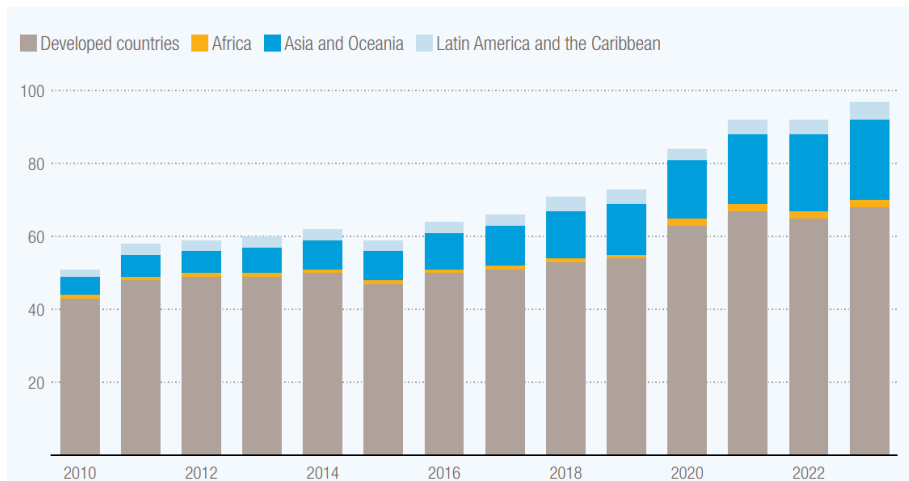
7. Riscos financers globals: deute creixent i alta volatilitat.....	3
7.1. El deute públic continua a l'alça	3
Risc de deute elevat als països avançats: necessitat d'una disciplina fiscal.....	3
Insostenibilitat del deute als països més pobres: ajornament i alleujament	5
7.2. Altres riscos financers globals	8
Augment del deute privat: risc creditici i auge del sector financer no bancari	8
Borses: volatilitat i asimetria	10
Enfortiment del dòlar: cap a la desdolarització?	13
Trump aplanar el camí per a l'enlairament de les criptomonedes	15
Auge de les reserves d'or com a actiu refugi	16
7.3. Riscos financers a Catalunya.....	18
El deute públic elevat pot impedir fer front als reptes del futur.....	18
Risc creditici i risc de concentració bancària.....	19

7. Riscos financers globals: deute creixent i alta volatilitat

7.1. El deute públic continua a l'alça

El deute públic mundial continua augmentant ràpidament i ha assolit un màxim històric de 97 bilions de dòlars el 2023,¹ una xifra que l'FMI preveu que se superi el 2024 i sobrepassi els 100 bilions de dòlars. En termes de PIB, el deute públic representa ja el 93% del PIB global, un percentatge que podria arribar al 100% l'any 2030. L'FMI adverteix de la sostenibilitat del deute mundial, que es pot veure agreujat els pròxims anys pel finançament de la transició energètica, l'envelliment de la població i les despeses creixents per a la seguretat dels països, entre altres coses.

Figura 75. Deute públic global per regions (en bilions de dòlars)



Font: UNCTAD

Risc de deute elevat als països avançats: necessitat d'una disciplina fiscal

Els països avançats acaparen el 70% del deute públic global, i destaca el deute dels Estats Units, amb més d'un terç del deute mundial i un pes sobre el PIB nord-americà del 124%. La

¹ UNCTAD (2024): [A world of debt](#).

política fiscal expansiva de Donald Trump implicarà un augment més gran del deute dels EUA, que s'estima que pot arribar al 130% del PIB al final del seu mandat (vegeu l'apartat 6.1).

A la UE, després d'assolir el sostre del 90% del seu PIB en pandèmia, el deute públic s'ha reduït al voltant del 82% del PIB el 2023. L'FMI preveu que el deute europeu continuï estable els pròxims anys, però adverteix que hi pot haver repunt a finals d'aquesta dècada.²

En la mateixa línia, el BCE alerta del risc d'una altra crisi del deute a l'eurozona si el bloc no impulsa el creixement. Tot i que països com Espanya i Itàlia continuen mantenint ràtios de deute per sobre del 100% del PIB, aquests països es mantenen per sota dels pics assolits en períodes de turbulències. La preocupació principal recau, ara, en els alts nivells d'endeutament i els dèficits pressupostaris de França, enmig d'una forta inestabilitat política. De fet, la prima de risc dels bons francesos a 10 anys ha pujat de 45 a 86 punts bàsics durant el segon semestre de l'any 2024, i supera la d'Espanya o Grècia per primera vegada.³ S'estima que pot assolir els 120 punts bàsics, sense descartar que arribi als 200 punts bàsics els pròxims mesos, si la situació política no s'estabilitza, cosa que podria obrir les portes a la intervenció del BCE amb el TPI, un mecanisme per evitar la fragmentació financera a la zona euro.⁴

Institucions com l'FMI⁵ o l'OCDE⁶ insten els països avançats a implementar mesures per reduir el deute i recuperar la capacitat fiscal per respondre a futurs xocs econòmics. El dilema, per als governs, és obert: retardar l'ajustament fiscal augmenta el risc del deute, mentre que un excés de consolidació fiscal perjudicaria l'activitat econòmica, que ja és de per si dèbil a Europa. L'èxit, per tant, implica implementar ajustaments graduals i creïbles amb el suport potencial de la política monetària, però també protegir les inversions per afavorir la productivitat i reduir les desigualtats.

La UE ha reactivat les regles fiscals el 2024, suspeses des de la pandèmia (reduir les ràtios de deute i dèficit al 60% i al 3% del PIB, respectivament). La reforma va entrar en vigor a finals d'abril de 2024 i, a partir d'aquí, la Comissió exigeix plans d'ajustament pressupostari als governs nacionals per als pròxims quatre anys (en el cas d'Espanya, s'ha concedit una pròrroga addicional de tres anys). Segons aquestes regles, els països amb un deute excessiu han de reduir el deute, de mitjana, un 1% anual si superen el 90% del PIB, i un 0,5% anual de mitjana si està entre el 60% i el 90% del PIB. L'ajustament fiscal per reduir el deute, però, xoca amb la necessitat d'augmentar-lo per fer front a les inversions multimilionàries en pro de la competitivitat de la UE que aconsella l'informe Draghi (vegeu l'apartat 5.3).

² Portillo, J. (2024): [Espanya sofre la quarta major deuda de la UE en pleno repunte general](#). Expansión.

³ Smith, I., Fletcher, L., Stafford, P., Abboud, L i Klasa, A. (2024): [French bond yields surpass Greece's for first time as budget worries swirl](#). Financial Times.

⁴ Casado, R. (2024): [¿Puede la crisis de Francia desatar una intervención del Banco Central Europeo?](#). Expansión.

⁵ Jiménez, M. (2024): [El FMI alerta de que la deuda pública mundial superará este año los 100 billones de dolares](#). El País.

⁶ Strauss, D. (2024): [OECD presses governments on fiscal discipline, 'but not austerity'](#). Financial Times.

Insostenibilitat del deute als països més pobres: ajornament i alleujament

El deute dels països emergents i en desenvolupament representa menys d'un terç del total (30%), però ha crescut el doble de ràpid que a les economies avançades des de 2010.⁷ L'expansió del deute xinès els darrers anys per finançar el miracle econòmic del país n'és el factor explicatiu principal. El deute de la Xina s'ha multiplicat per més de set entre el 2010 i el 2023 (dels 2 als 15 bilions de dòlars), i el seu pes en el conjunt de l'economia xinesa s'ha més que duplicat: des del 33,9% del PIB el 2010 fins al 84,4% el 2023. Lluny de frenar-se, la Xina ha anunciat fa poc un paquet fiscal enorme per valor d'1,4 bilions de dòlars per intentar estimular l'economia.⁸

Figura 76. Creixement del deute públic per regions (2010 = 100)

Any	Països desenvolupats	Països en desenvolupament excl. Xina	Països en desenvolupament
2010	100	100	100
2012	110	115	125
2014	115	130	150
2016	120	150	200
2018	130	170	250
2020	140	190	300
2022	150	210	350
2023	155	220	380

Font: UNCTAD

Els països en desenvolupament paguen més pel seu deute (devolució del principal i els interessos) que no pas pel que reben en ajuda al desenvolupament i pels nous préstecs.⁹ La successió de xocs recents (covid-19, pics dels preus de l'energia i els aliments, augment dels tipus d'interès, etc.) ha tingut efectes nefastos als països més fràgils, amb sectors financers poc desenvolupats i molt dependents de l'exportació de matèries primeres. La dificultat de

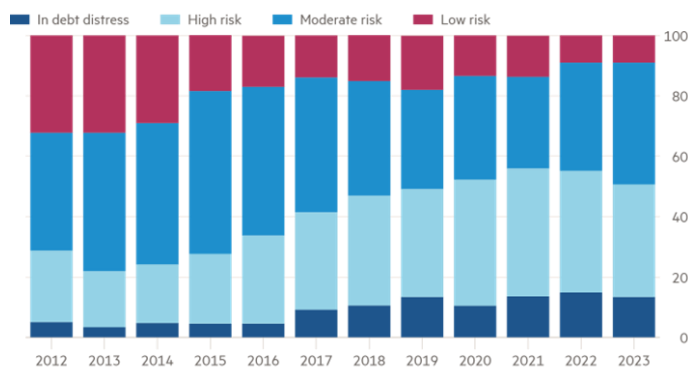
⁷ UNCTAD (2024): [A world of debt](#).

⁸ Leahy, J., Ding, W., Leng, C. i Alim, A. N. (2024): [China unveils \\$1.4tn package to shore up economy](#). Financial Times.

⁹ Fariza, I. (2024): [El Sur Global paga más por su deuda que lo que recibe en ayuda al desarrollo](#). El País.

mobilitzar recursos nacionals fa que depenguin dels préstecs estrangers, que inevitablement es consideren arriscats per l'alta probabilitat d'impagament, cosa que augmenta els interessos i retroalimenta el risc d'impagament i de sobreendeutament.¹⁰

Figura 77. Països IDA amb risc de retorn del deute extern (% sobre el total dels països)



Nota: els països IDA són els que tenen un PIB per càpita inferior als 1.335 dòlars, i han estat escollits per rebre recursos de l'IDA (l'Associació Internacional del Foment del Banc Mundial).

Font: Banc Mundial

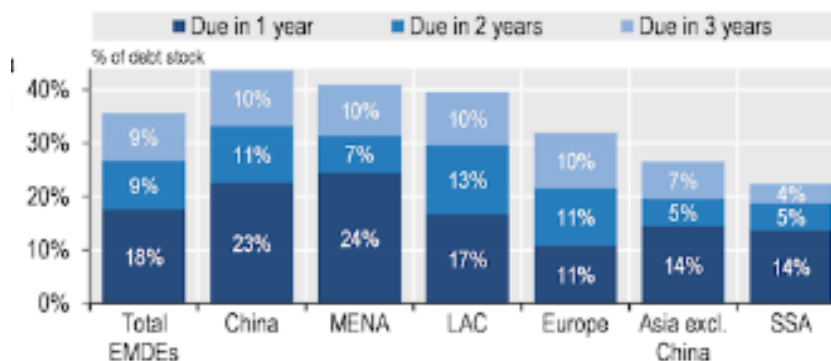
Només el pagament d'interessos sobre el deute públic dels països en desenvolupament va arribar als 847.000 milions de dòlars el 2023, un 26% més que el 2021. En un total de 54 països (el 38% dels països en desenvolupament), més del 10% dels ingressos del govern van destinats al pagament d'interessos, cosa que limita la despesa pública, com la salut i l'educació. Es calcula que un total de 3.300 milions de persones viuen en països que gasten més en pagaments d'interessos que en educació o salut.¹¹

El futur immediat no és gens prometedor. L'enfortiment potencial del dòlar a conseqüència de les polítiques de Donald Trump comportarà un encariment encara més gran del deute als països que tinguin el deute denominat en dòlars. A més, un percentatge important del deute de molt dels països emergents i en desenvolupament venç durant els pròxims tres anys.

¹⁰ Wolf, M. (2024): [We risk a lost decade for the world's poor](#). Financial Times.

¹¹ UNCTAD (2024): [A world of debt](#).

Figura 78. Deute amb venciment els pròxims tres anys (% sobre el total del deute)



Font: [OCDE](#), 2024

Per tant, els impagaments del deute poden ser més freqüents els pròxims anys.¹² Recentment, països africans com Ghana o Zàmbia han pogut sortir del *default*, d'altres, com Kenya, l'han pogut evitar gràcies a rescats nous de l'FMI, mentre que a Etiòpia les converses estan obertes. Més de la meitat del deute dels països africans és de caràcter multilateral, cosa que dificulta encara més la renegociació.¹³

Més enllà del continent africà, el Pakistan o Sri Lanka també s'han situat prop del *default*. Ucraïna també va concloure la reestructuració de més de 20.000 milions de dòlars de deute substituint una suspensió de pagaments que es va concedir després de la invasió de Rússia el 2022. A l'Amèrica Llatina, l'Argentina lluita per aconseguir pagar 11.000 milions de dòlars en pagaments de bons estrangers l'any 2025, mentre que el Salvador espera arribar a un acord amb l'FMI sobre un programa de préstecs de 1.300 milions de dòlars.¹⁴ El risc també ha emergit a Egipte, Jordània i el Líban, països que no poden sobreviure sense ajuda exterior a causa dels efectes de la guerra a l'Orient Mitjà. Recentment, l'FMI ha pactat un crèdit de 1.200 milions de dòlars amb Jordània, i està a punt de tancar-ne un altre de 10.000 milions de dòlars amb Egipte, que, juntament amb l'ajuda dels Emirats Àrabs Units, permetrà reduir el risc d'endeutament d'un dels països més endeutats del món.¹⁵ El Líban, en primera línia de foc al conflicte entre Hezbollah i Israel, necessita un pla de reformes profund que, si no es compleix, impulsarà el deute del país fins al 547% del PIB el 2027.¹⁶

Cal tenir en compte, però, que les solucions d'aquests països per sortir del *default* o reestructurar el deute implica que es facin acords amb grups de creditors cada cop més dispersos, amb interessos cada vegada més alts (en alguns casos arriben als dos dígits), que

¹² Cotterill, J. (2024): [Expect more emerging market sovereign defaults, says S&P](#). Financial Times.

¹³ EIU (2024): [Global Outlook: African sovereigns at high risk of debt distress](#).

¹⁴ Stott, M. (2024): [El Salvador to scale back bitcoin dreams to seal \\$1.3bn IMF deal](#). Financial Times.

¹⁵ Mas de Xaxàs, X. (2024): [La guerra en Gaza ahoga a las economías de Egipto, Jordania y Líbano](#). La Vanguardia.

¹⁶ Herranz, D. (2024): [Conoce los países más endeudados del mundo](#). CESCE.

comporten una rebaixa de la qualificació creditícia del deute i eleven la probabilitat de recaure en impagaments i *defaults*.

La solució és complexa. El marc comú del G20, instaurat des de l'any 2020 amb l'objectiu de reestructurar la complexa malla de deutes públics, no funciona amb la velocitat que es necessita. Està prevista una reposició substancial de fons per a l'Associació Internacional de Desenvolupament (IDA) del Banc Mundial, tot i que, possiblement, serà insuficient.

El fet que milers de milions de persones puguin quedar fora dels mercats de capitals globals obliga a fer aflorar propostes alternatives. El Finance for Development Lab (FDL), conscient que la reestructuració del deute només serveix per tirar endavant el problema, proposa un ajornament temporal dels pagaments (fins que les condicions millorin) per als 20 o 30 països que es troben amb dificultats temporals (no estructurals) per refinançar els seus deutes. Granada va ser el primer país a utilitzar una clàusula de pausa l'agost de 2024, després dels danys de l'huracà Beryl. Una altra proposta del DRGR Project té un enfocament més radical: consideren que les economies deutores més afectades a l'Àfrica necessiten un alleujament del deute, i proposen una retallada d'entre 90.000 i 100.000 milions de dòlars, que han d'acceptar l'FMI i el Banc Mundial.¹⁷

Ambdues propostes comparteixen un sentit d'urgència i es complementen. La proposta del FDL obre el camí a curt termini cap a l'alleujament més profund que defensa el DRGR, cosa que permet al G20 la possibilitat d'assumir ambdues propostes i donar-los suport amb múscul financer.

7.2. Altres riscos financers globals

Augment del deute privat: risc creditici i auge del sector financer no bancari

El deute privat (empreses i sector financer) va superar els 130 bilions de dòlars el 2023, equivalent al 130% del PIB. L'FMI ha alertat recentment que el deute privat superarà el 150% del PIB mundial el 2030, i que, juntament amb el deute públic mundial, se superarà el 250% del PIB mundial durant els anys vinents.¹⁸

Als països de l'OCDE, més del 60% de l'augment del deute privat durant el període 2008-2023 prové de les empreses no financeres, que van més que duplicar el seu deute anual de mitjana del període 2000-08 al període 2009-23. La composició geogràfica del deute privat ha canviat significativament: tot i que les emissions de bons corporatius continua dominada pels

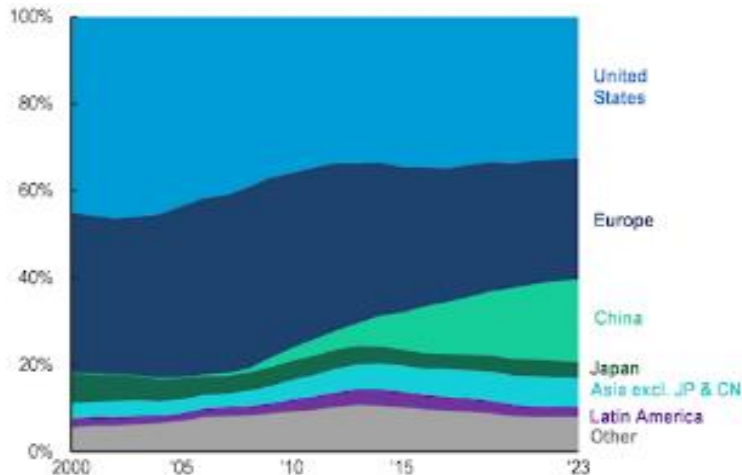
¹⁷ Tooze, A. (2024): *Poor nations are choking on debt — we must grasp the solutions*. Financial Times.

¹⁸ Robinson, A. (2024): *El FMI advierte sobre el impacto global de la subida de la deuda pública estadounidense*. La Vanguardia.

Anàlisi de riscos i tendències globals 2025

EUA i la UE, els emissors de bons corporatius xinesos han passat de representar menys de l'1% de l'import total pendent el 2008 a representar gairebé el 20% de l'import total pendent el 2023.¹⁹

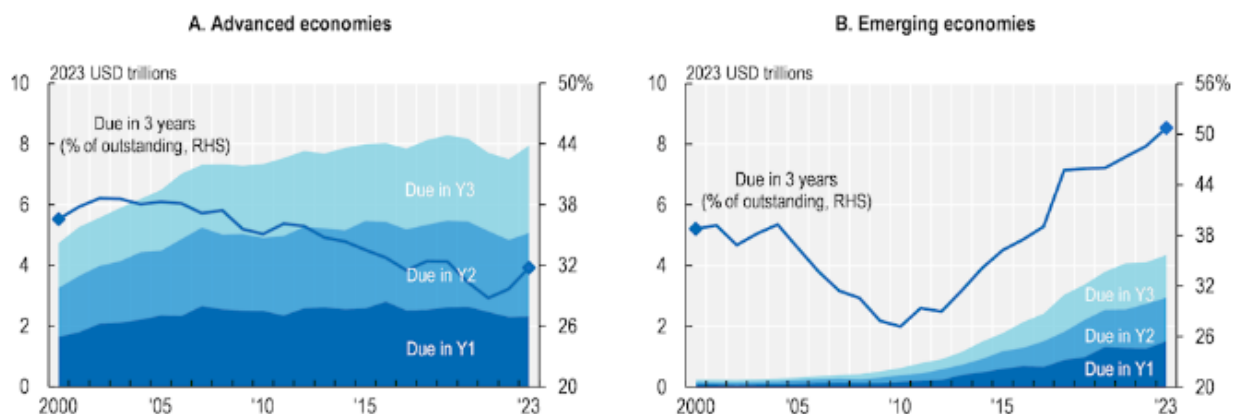
Figura 79. Distribució regional dels bons corporatius (% sobre el total)



Font: OCDE

12,3 bilions de dòlars de bons corporatius mundials vencen a finals de 2026; la majoria són de països avançats, però el risc als països emergents és més elevat tenint en compte que les emissions han crescut de manera substancial i que més de la meitat vencen durant els pròxims tres anys.

Figura 80. Imports pendents de bons corporatius amb venciment durant els pròxims tres anys



Font: OECD

El BCE adverteix també de la volatilitat dels mercats financers i demana a la banca que es prepari davant els conflictes geopolítics creixents. La victòria de Donald Trump anticipa una

¹⁹ OECD (2024): [Global Debt Report 2024](#).

incertesa mundial més gran i més dificultats a l'hora d'identificar riscos potencials, cosa que obliga els bancs a reduir les seves vulnerabilitats per mitjà de provisions, planificació de capital, ciberresiliència i acords de contractació externa. El banc central també demana a la banca europea implementar les exigències internacionals de Basilea III, un conjunt de mesures de regulació, supervisió i gestió del risc aplicables pels bancs amb activitat internacional.

El risc de volatilitat als mercats financers s'agreuja pel creixement del sector financer no bancari, és a dir, fons d'inversió i de pensions i asseguradores que han disparat el seu pes com a fonts de finançament de l'economia els darrers anys. El percentatge d'actius financers globals (bons i accions) a les carteres d'institucions no bancàries ha pujat del 25% el 2007 al 47% el 2023, 10 punts per sobre dels bancs.²⁰ Una proporció significativa dels actius de les entitats no bancàries provenen d'emissors de països amb perspectives dèbils de creixement o nivells d'endeutament molt elevats. El BCE fa anys que demana més regulació i supervisió del sector financer no bancari per protegir l'estabilitat del sistema financer; fins ara, el control és molt inferior a l'exigit pels bancs tradicionals des de la crisi financera global.²¹

Cal tenir en compte, a més, que la banca europea afronta riscos elevats a causa de la transició climàtica. Tot i no estar exposada directament per la llei climàtica de la UE, que exigeix la neutralitat d'emissions de carboni per al 2050, la banca, indirectament, pot experimentar un augment del risc creditici a mesura que augmenti l'impagament de les empreses a les quals proporciona préstecs. Els préstecs a empreses de sectors exposats a la transició energètica (petroli i gas, carbó, generació d'energia, acer, automoció i ciment) generen més del 60% de tots els ingressos per interessos, cosa que fa difícil pensar que la banca deixi de finançar aquestes empreses.²² A més, un augment potencial dels preus de l'energia a conseqüència de les polítiques trumpistes posaria més pressió sobre les indústries d'alt ús energètic, i això exposaria els bancs a nivells més elevats d'impagament.

Borses: volatilitat i asimetria

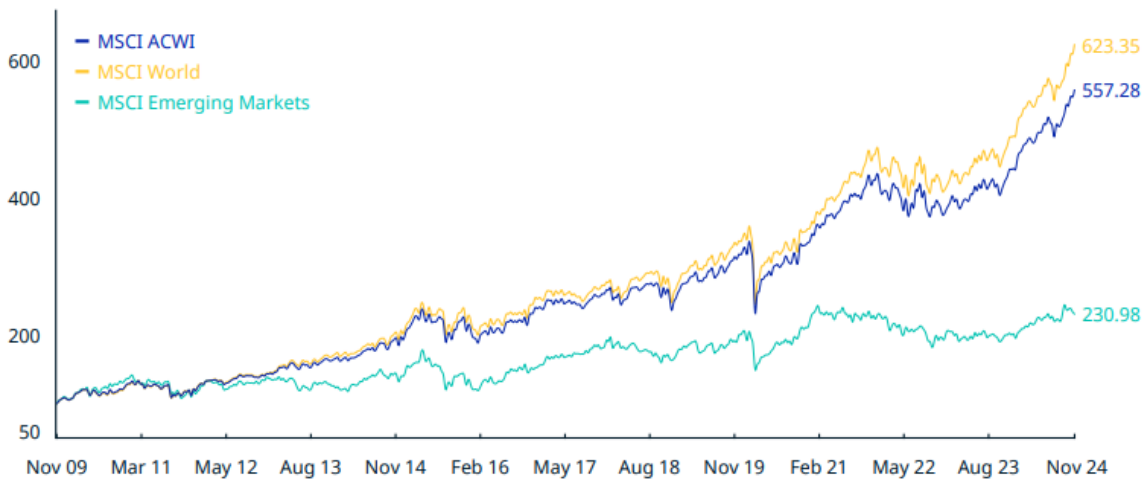
La tendència alcista de les borses, iniciada a finals de 2022, continua vigent tot i l'alentiment econòmic mundial. L'All Countries World Index (ACWI), d'MSCI, l'índex que recull l'evolució dels principals mercats, s'ha situat a finals de 2024 en nivells màxims històrics, en especial als països avançats, cosa que accentua el risc de caiguda davant les perspectives de creixement feble per al 2025 i el context geopolític.

Figura 81. Evolució de l'All Countries World Index, 2009-2024

²⁰ Robinson, A. (2024): [Los riesgos detrás de la euforia en los mercados](#). La Vanguardia.

²¹ Expansión (2024): [El BCE pide a la banca prepararse ante los mayores riesgos geopolíticos](#).

²² Stumpf, A. (2024): [El 90% de la banca afronta elevados riesgos crediticios por la transición climática](#). Expansión.



Font: MSCI

La Borsa de Shanghai, de la Xina, el principal mercat emergent, manté una alta volatilitat els darrers anys i, tot i que es troba en nivells alts, no registra màxims històrics. L'alta volatilitat també s'evidencia als mercats de valors dels països avançats, si bé, en aquest cas, els índexs borsaris principals registren nivells de rècord històric (vegeu la figura 82).

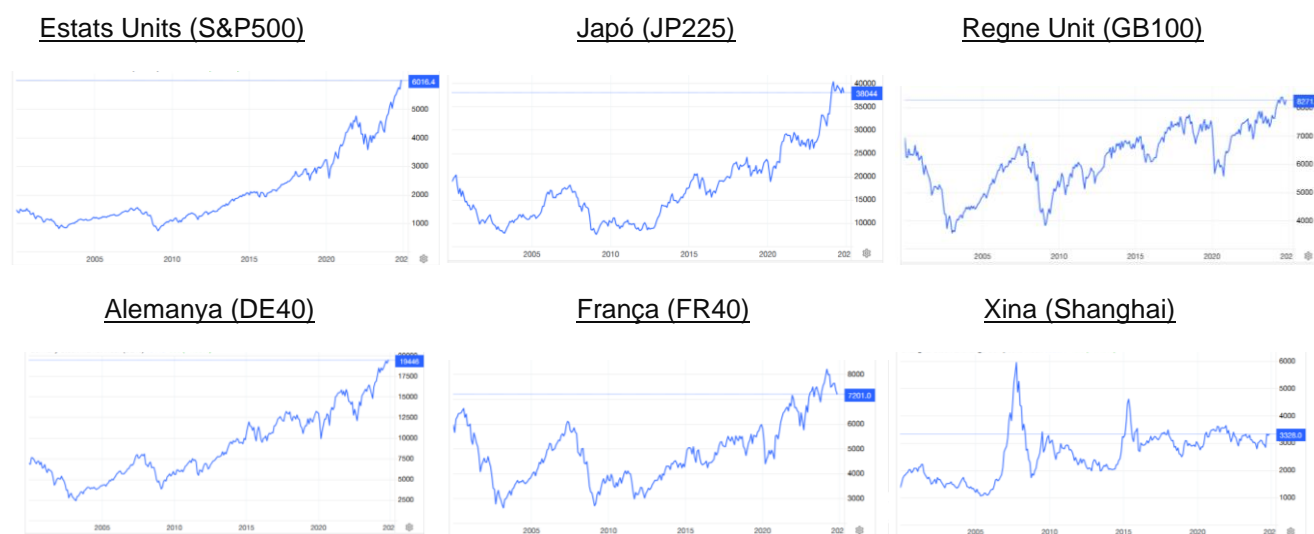
L'augment més destacat i continuat en el temps és el del mercat de valors nord-americà. La borsa de Wall Street acumula dos anys de pujades superiors al 20%, cosa que només ha passat quatre vegades en els últims cent anys. L'experiència d'aquests casos ens permet avançar que la borsa nord-americana hauria de patir correccions el 2025. Tanmateix, les polítiques econòmiques de Trump i la baixada actual dels tipus d'interès poden compensar aquesta correcció i permetre als mercats de valors nord-americans continuar creixent; de fet, algunes previsions apunten que la borsa nord-americana creixerà el doble que l'europea i augmentarà entre un 12%²³ i un 16%²⁴ l'any 2025.

Figura 82. Evolució de les principals borses mundials, 2000-2024

²³ Quintero, J. P. (2024): [La Bolsa estadounidense subirá el doble que la europea en 2025, según DWS](#). CincoDías.

²⁴ Casado, R. (2024): [Así se comportará la Bolsa en el año 2025, según la historia](#). Expansión.

Anàlisi de riscos i tendències globals 2025



Font: Trading Economics

El caràcter imprevisible que ha mostrat Trump en la seva carrera política fa preveure que algunes de les seves polítiques econòmiques es podran decidir per caprici, cosa que obligarà els mercats a conviure amb aquesta alta volatilitat.²⁵ Les seves promeses electorals permeten apuntar alguns sectors econòmics que poden sortir beneficiats de les seves polítiques i, per contra, d'altres que en poden sortir perjudicats.

L'aposta per augmentar la producció de combustibles fòssils afavorirà sectors tradicionals, com el de l'energia fòssil i el de l'automoció convencional. Així, els índexs borsaris dels Estats Units vinculats a aquests dos sectors van créixer amb força els primers dies de l'elecció de Donald Trump.²⁶ Els efectes positius al sector de l'automoció, però, xoquen amb la inquietud de les empreses per la promesa de Trump d'imposar aranzels a les importacions de països com Mèxic o la Xina. Les accions d'empreses com General Motors o Nissan, amb fàbriques a Mèxic per proveir el mercat nord-americà, van caure un 8,5% i un 4%, respectivament, el dia de l'anunci de l'amenaça d'aplicació d'aranzels. A Europa, Stellantis i Daimler Truck van baixar un 5% i un 6%, respectivament.

Un altre sector clarament guanyador serà el tecnològic, arran de l'aposta de Trump pel lideratge tecnològic i la intel·ligència artificial. Així, les accions d'Apple han pujat més d'un 9% des de l'elecció de Trump; les de Meta, gairebé un 8%; les de Microsoft, un 6%, i les de Nvidia, gairebé un 4%. El BCE, però, alerta d'un possible esclat de la bombolla de la IA a causa del fet que la capitalització del mercat borsari es concentra en poques empreses. Aquest risc és

²⁵ Financial Times (2024): [Trump's tariffs are a reality check for markets.](#)

²⁶ Sánchez, A. (2024): [España está menos expuesta a los aranceles de Trump, pero no sería inmune a una guerra comercial.](#) CincoDías.

evident als EUA, però l'autoritat monetària tem que es pugui contagiar a la resta de borses, i també en altres sectors.²⁷

Per contra, un dels sectors més perjudicats per les polítiques de Donald Trump serà el de les energies renovables. Pocs dies després de ser elegit, ja es van viure caigudes als valors de les empreses d'energies renovables, com les daneses Orsted i Vestas, que van experimentar descensos del 13% a les seves accions. Per la seva banda, la borsa espanyola Acciona va baixar un 8,05%; Acciona Energia, un 6,96%, i Solaria, un 5,36%.²⁸

Enfortiment del dòlar: cap a la desdolarització?

Les polítiques proteccionistes de Trump també contribuiran a un enfortiment del dòlar (vegeu l'apartat 6.1). De fet, el primer dia després de la victòria de Trump, l'euro va viure el descens més gran en vuit anys enfront del dòlar, i a finals de desembre se situava als 1,04 dòlars, una depreciació de gairebé un 5% des del triomf de Trump (vegeu la figura 83). Els experts apunten que aquesta tendència a la baixa de l'euro es mantindrà a curt termini; la depreciació de l'euro pot arribar a ser del 10% i assoliria la paritat amb el dòlar el 2025.²⁹ Les monedes asiàtiques dels països exportadors principals als EUA també van registrar descensos destacats el dia de l'elecció de Trump³⁰; el iuan xinès, per exemple, s'ha depreciat un 2,7% respecte del dòlar des d'aquell dia.

Figura 83. Tipus de canvi euro-dòlar



Font: Google

L'enfortiment del dòlar podria afavorir la voluntat de molts països del Sud Global de substituir-lo com a moneda de referència (desdolarització), i acostar-se, així, a les demandes existents en aquest sentit per part de Rússia i la Xina. Al llarg d'aquest segle, el dòlar ha anat perdent

²⁷ Stumpf, A. (2024): [Guindos avisa del riesgo de burbuja en la IA y de caída brusca del mercado](#). Expansión.

²⁸ Martín, A. i Ibar, L. (2024): [La borsa dels EUA rep el triomf de Trump amb pujades històriques](#). Ara.

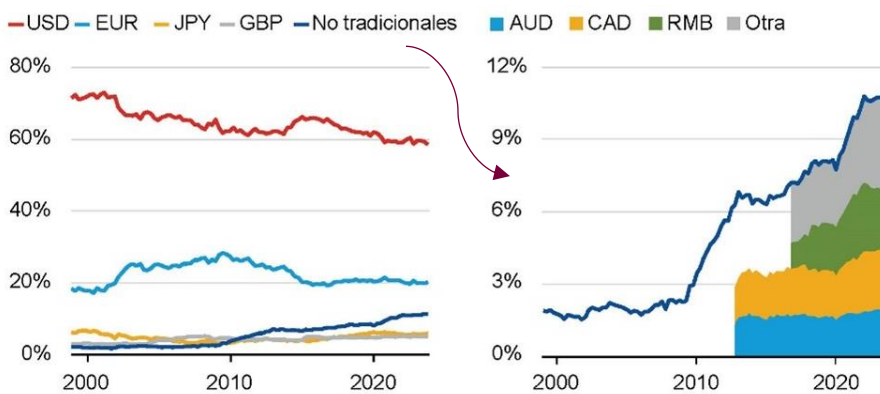
²⁹ Casado, R. (2024): [Trump-Harris: cuál es el escenario de las elecciones de EEUU que más gusta al mercado](#). Expansión.

³⁰ Hughes, J., Schmitt, W., Alim, A., Smith, I. i Uddin, R. (2024): [US stocks hit record high and investors dump bonds after Donald Trump clinches victory](#). Financial Times.

pes gradualment a les reserves globals: ha passat del 70% de l'any 2000 a al 55% actual (vegeu la figura 84).

La baixa popularitat del dòlar s'ha accentuat els últims anys més per qüestions geopolítiques que no pas econòmiques. La congelació dels actius del banc central rus per part d'Occident arran de la guerra a Ucraïna ha reduït la seguretat de les reserves en dòlars, i alguns bancs centrals i governs es veuen obligats a buscar alternatives davant la possibilitat de veure els seus actius congelats. L'Aràbia Saudita, per exemple, ha acceptat pagaments en iuans per vendre el seu petroli, o Rússia ha obligat a pagar el seu gas en rubles. De fet, avui, a diferència del passat, el país més gran del món (Rússia) i la segona economia del món (Xina) comercien majoritàriament (o totalment) en divises que no són el dòlar. En aquest sentit, les divises emergents, en especial el renminbi xinès, estan pujant de manera notable al panorama internacional, perquè brinden diversificació i rendiments atractius i són molt accessibles gràcies al desenvolupament de les noves tecnologies financeres digitals.³¹

Figura 84. Monedes a les reserves de divises (% sobre el total de reserves)



Monedes no tradicionals: AUD = dòlar australià, CAD = dòlar canadenc, RNB = renminbi xinès.

Font: FMI

L'ampliació dels BRICS a BRICS+ promoguda per la Xina pot accentuar la fragmentació del sistema global de pagament (vegeu l'apartat 1.2). De moment, els BRICS+ ja tenen el Nou Banc de Desenvolupament (NDB) i l'Acord de Reserva Contingent (CRA), unes institucions mirall del Banc Mundial i el Fons Monetari Internacional, respectivament, que intenten crear un sistema bancari alternatiu al Swift, de moment sense èxit, per buscar alternatives a la dolarització de l'economia global.

A més, les futures divises digitals poden ser una amenaça per al dòlar. Les monedes digitals dels bancs centrals (CBDC), actualment en fase de desenvolupament en 114 països, poden fer possible la realització de pagaments transfronterers ràpids sense necessitat d'una moneda

³¹ Arslanalp, S., Eichengreen, B., Simpson-Bell, C. (2024): [El predominio del dólar en el sistema de reservas internacionales: una actualización](#). FMI.

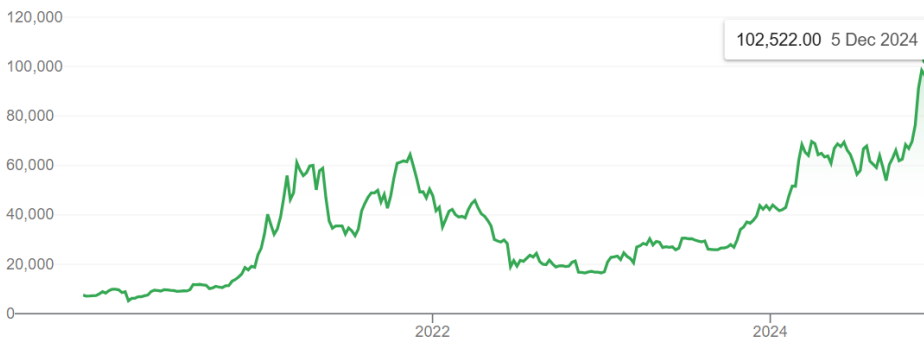
comuna com el dòlar, cosa que podria disminuir la dependència d'intermediaris tradicionals com el Swift.

En paraules del mateix FMI, tot i que el dòlar continua cedint terreny, encara no hi ha un candidat preparat per substituir-lo: ni l'euro, ni el ien, ni la lliura esterlina, ni el iuan xinès, ni altres actius com l'or.³² I, en cas que n'aparegués un, el fons adverteix que la implementació d'una alternativa al dòlar no seria ràpida. Sobretot després de l'amenaça recent de Donald Trump d'aplicar aranzels del 100% als països BRICS+ si creen una nova divisa o donen suport a alguna moneda que no sigui el dòlar.³³

Trump aplanar el camí per a l'enlairament de les criptomonedes

El pròxim govern dels Estats Units facilitarà i impulsarà, amb tota probabilitat, el mercat de les criptomonedes. El bitcoin, que representa prop de la meitat de la quota de mercat de les criptomonedes, va superar els 100.000 dòlars per primer cop a principis de desembre de 2024, un creixement de més del 50% respecte del dia de l'elecció de Donald Trump a la presidència dels EUA (vegeu la figura 85). Aquest fort impuls també s'ha vist afavorit per la rebaixa dels tipus d'interès dels últims mesos, que ha fet més atractius els actius de risc com les criptomonedes.³⁴

Figura 85. Evolució del bitcoin (en dòlars). Desembre 2019 - desembre 2024



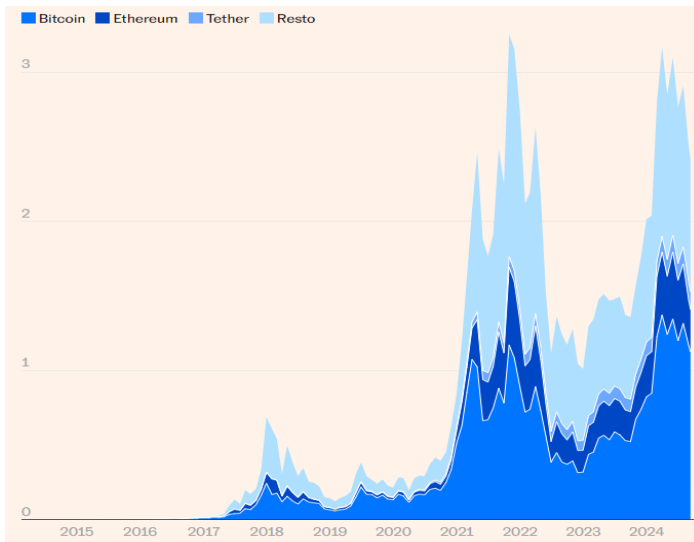
Font: Google

³² Arslanalp, S., Eichengreen, B. i Simpson-Bell, C. (2024): [El predominio del dólar en el sistema de reservas internacionales: una actualización](#). FMI.

³³ [elEconomista \(2024\): Trump amenaza a los BRICS+ con un aranceles del 100% si reemplazan al dólar estadounidense.](#)

³⁴ Sánchez, A. (2024): [El bitcoin busca regresar a máximos históricos con el empujón de los recortes de tipos](#). CincoDías.

Figura 86. Valor de mercat de les criptomonedes principals (bilions de dòlars)



Font: CincoDías

L'interès per les criptomonedes és creixent entre els joves inversors que comparteixen els valors de desregulació i innovació.³⁵ Es calcula que 106 milions de persones a tot el món posseeixen bitcoins, i que hi ha caixers automàtics de bitcoin a més de 80 països.³⁶ Aquest procés es pot accelerar significativament amb la recent aprovació per part de la Comissió de Borsa i Valors dels EUA (SEC) d'una dotzena de fons cotitzats a la borsa (ETF) que inverteixen directament en *bitcoins*. Tanmateix, l'alta volatilitat d'aquest actiu digital i el seu caràcter altament especulatiu limiten de moment l'extensió del seu ús com a moneda de curs legal.

Auge de les reserves d'or com a actiu refugi

El procés de desdolarització ha impulsat altres divises i també altres actius, com per exemple l'or. El nivell de tenença d'or s'apropa al de la Segona Guerra Mundial, impulsat per l'acumulació dels bancs centrals dels països emergents a l'hora de buscar actius alternatius al dòlar.³⁷ Més de la meitat de l'acumulació d'or informada des de 2009 va ser de la Xina i Rússia. Moscou acumula or per després vendre'l als Emirats Àrabs Units a canvi de dòlars, i així intentar eludir les sancions d'Occident, mentre que la Xina n'ha augmentat la demanda a causa de la delicada situació financera del país (per la crisi del sector immobiliari). Una quarta

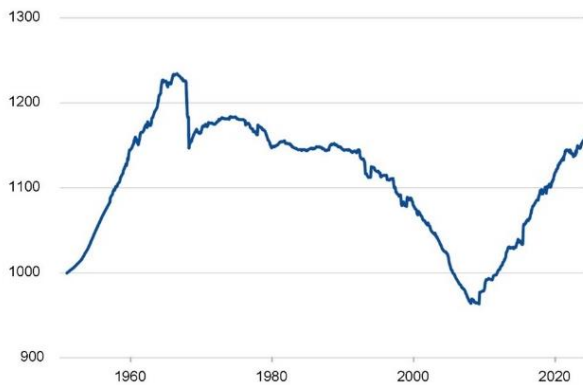
³⁵ Martín, A. i Ibar, L. (2024): [La borsa dels EUA rep el triomf de Trump amb pujades històriques](#). Ara.

³⁶ Estévez, A. (2024): [¿Puede el bitcoin sustituir al dólar? Morgan Stanley cree que tiene potencial para ello](#). Bolsamanía.

³⁷ Arslanalp, S., Eichengreen, B. i Simpson-Bell, C. (2024): [El predominio del dólar en el sistema de reservas internacionales: una actualización](#). FMI.

part de la tinença de reserves d'or procedeix també d'altres bancs centrals de mercats emergents (Turquia, Índia, Kazakhstan, Uzbekistan i Tailàndia).³⁸

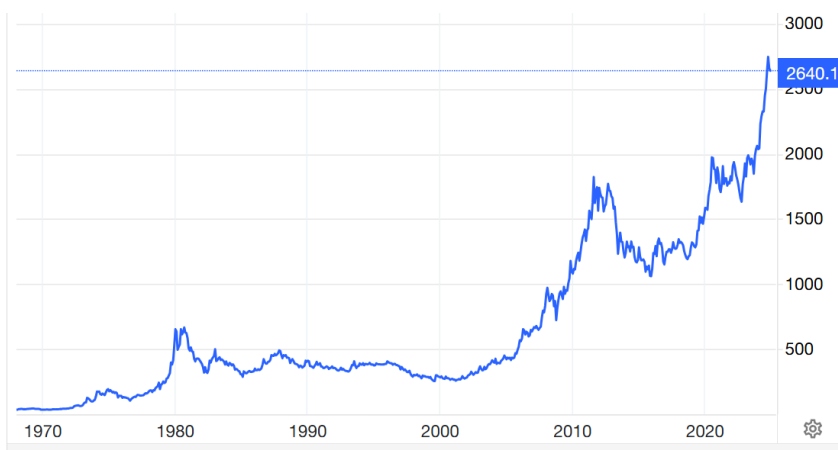
Figura 87. Tinença d'or en actius de reserves oficials (milions d'unces)



Font: FMI

El fet que els bancs i els inversors posseeixin més or ha fet que el preu de l'or es dispari. A finals d'octubre, el preu de l'or va arribar a superar els 2.700 dòlars per unça, un 40% més que l'any anterior, alimentat per les retallades dels tipus d'interès. L'or sempre s'ha considerat un actiu refugi i, actualment, està emergint davant els episodis creixents de guerres i conflictes geopolítics. Amb l'entrada al poder de Donald Trump, es preveu que el preu de l'or continuï escalant i assoleixi els 3.000 dòlars per unça l'any 2025.³⁹

Figura 88. Evolució del preu de l'or (dòlars per unça)



Font: Trading Economics

³⁸ Douglas, P., Goldberg, L. i Hannaoui, O. (2024): *Taking Stock: Dollar Assets, Gold, and Official Foreign Exchange Reserves*. Banc de la Reserva Federal de Nova York.

³⁹ Hook, L. (2024): *Gold hits record high as rate cuts and Middle East tensions fuel demand*. Financial Times.

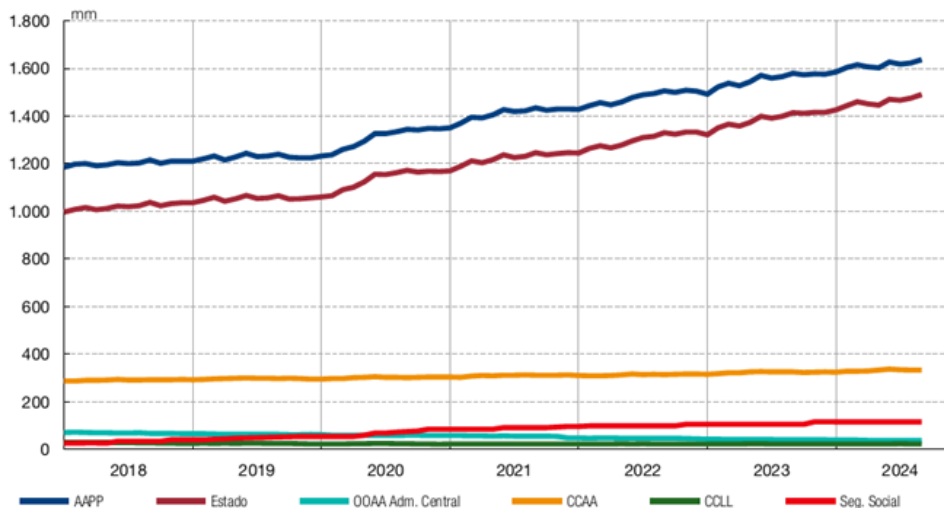
Tot i l'auge evident, l'or té mancances importants com a alternativa a les monedes fiduciàries. D'una banda, la major part de l'augment de les reserves d'or oficials es concentra en pocs bancs centrals. D'altra banda, com a actiu físic, és difícil d'utilitzar en transaccions, i té costos de transport, emmagatzematge i seguretat elevats. Finalment, la quantitat d'or que es pot extreure a partir de la mineria està en declivi i l'operació cada vegada és més cara. Tant és així que l'or només representa al voltant del 10% de les reserves agregades dels bancs centrals, aproximadament el mateix percentatge que a principis dels anys 2000.⁴⁰

7.3. Riscos financers a Catalunya

El deute públic elevat pot impedir fer front als reptes del futur

El deute públic elevat continua representant un repte significatiu per a Espanya i Catalunya. El tercer trimestre de 2024, el deute públic espanyol va assolir els 1,64 bilions d'euros, cosa que representa un 104,4% del PIB.⁴¹ Tot i que la ràtio mostra una tendència a la baixa gràcies al creixement del PIB, el deute respecte al PIB espanyol continua situant-se per damunt de la mitjana europea (81,5% a la UE) i només per darrere de Grècia, Itàlia, França i Bèlgica.⁴²

Figura 89. Deute de les administracions públiques. Setembre de 2024 (milers de milions d'euros)



Font: Banc d'Espanya

⁴⁰ Douglas, P., Goldberg, L. i Hannaoui, O. (2024): *Taking Stock: Dollar Assets, Gold, and Official Foreign Exchange Reserves*. Banc de la Reserva Federal de Nova York.

⁴¹ Expansión (2024): *Deuda Pública de España*.

⁴² Eurostat (2024): *Government debt at 88,1% of GDP in euro area*.

Catalunya és la comunitat autònoma més endeutada d'Espanya (88.952 milions d'euros), el 30,4% del PIB (dades del segon trimestre de 2024). La major part del deute català (86,6% del total) és amb l'Estat.⁴³

En aquest context, organitzacions internacionals com l'OCDE insten Espanya i, per tant, també Catalunya, a reduir el deute públic. Adverteixen que el deute elevat fa augmentar les primes de risc i limita la capacitat d'inversió, en especial per a la transició digital i la verda (vegeu l'apartat 5.8).⁴⁴

La Unió Europea també ha expressat la seva preocupació sobre la sostenibilitat del deute espanyol. Les regles fiscals actuals, que s'han reactivat després d'haver-se aturat durant la pandèmia, pretenen contribuir a aquesta reducció. En el cas d'Espanya, com que el deute és de més del 100% del PIB, caldria reduir-lo en un 1% anual durant els pròxims quatre anys per complir amb els objectius europeus. Actualment, la Comissió Europea ha validat el pla d'ajustament pressupostari d'Espanya amb la concessió d'una pròrroga de tres anys més, fins al 2031, per assolir els objectius⁴⁵ (vegeu l'apartat 7.1).

Les previsions per als anys vinents indiquen una lleugera millora gradual de la situació del deute i el dèficit públics espanyols. S'espera que Espanya redueixi el dèficit públic al 3% el 2024, al 2,4% el 2025 i al 2,1% el 2026. Davant d'aquesta situació, i si es compleixen les previsions de creixement econòmic, el deute públic espanyol podria baixar per sota del 100% el 2027. En canvi, si no es produeixen ajustaments en la política fiscal actual, el deute d'Espanya assoliria el 108% l'any 2026 i s'enfilaria fins al 120% l'any 2040, cosa que limitaria la capacitat de resposta del govern en futures crisis i li impediria fer front a fenòmens com l'envelliment poblacional i la despesa associada a les pensions i a la sanitat.⁴⁶

Risc creditici i risc de concentració bancària

El deute de les empreses a Espanya es va situar al 81,3% del PIB el segon trimestre de 2024,⁴⁷ seguint amb la tendència baixista dels darrers anys gràcies al bon ritme de creixement econòmic. Tanmateix, les empreses han d'afrontar una sèrie de riscos, com la fragilitat del context geopolític, la feblesa de l'escenari econòmic europeu, amb un deute elevat, i el risc de noves pressions inflacionistes, que poden aturar el procés baixista dels tipus d'interès. A més, l'avanç per part de les empreses del final de la moratòria comptable establerta per la covid-19 (que permetia no tenir en compte les pèrdues dels anys 2020-2024 per decidir si una empresa s'havia de dissoldre) ha propiciat que s'hagin registrat 905 peticions de concursos

⁴³ Expansión (2024): [*Deuda de las Comunidades Autónomas*](#).

⁴⁴ Efe (2024): [*La OCDE insta a España a seguir reduciendo la deuda por ser "demasiado alta"*](#).

⁴⁵ Servimedia (2024): [*La Comisión Europea avala el plan fiscal estructural a medio plazo de España*](#).

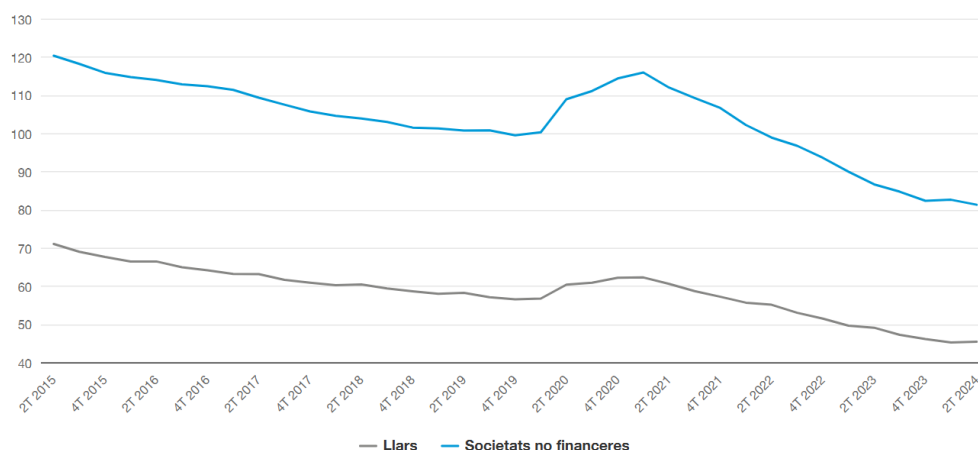
⁴⁶ Esade (2024): [*Implicaciones económicas del "superaño" electoral. Informe económico y financiero*](#).

⁴⁷ Banc d'Espanya (2024): [*La deuda de empresas y hogares aumentó ligeramente en el segundo trimestre de 2024, aunque se redujo en porcentaje del PIB*](#).

de creditors l'octubre de 2024, la xifra més alta des de l'octubre de 2013 (5.911 en l'acumulat de gener a octubre de 2024).⁴⁸

Pel que fa a l'endeutament de les llars espanyoles, actualment no sembla que això suposi un risc latent. El deute dels particulars es va situar al voltant del 45,4% del PIB, pròxim als valors de principi de segle i per sota de la mitjana europea actual (52%).⁴⁹

Figura 90. Evolució del deute del sector privat (2T 2015 - 2T 2024), en % del PIB



Font: CaixaBank Research

La concentració bancària emergeix com un nou risc financer. Actualment, Espanya és el país de la zona euro amb més concentració bancària. L'any 2024, l'índex de concentració bancària espanyol (mesurat per mitjà de l'índex de Herfindahl i Hirschman (HHI) de concentració del mercat)⁵⁰ es va situar cap als 1.331 punts, molt per sobre de països com Alemanya (323), França (567) o Itàlia (716).⁵¹ De fet, els cinc principals bancs espanyols concentren el 69% del total d'actius (dades de 2023), un augment de 28 punts percentuals respecte dels nivells previs a la crisi financera de 2008.⁵²

⁴⁸ Reche, C. (2024): [Los concursos de acreedores baten récord en España pese al fuerte avance del PIB.](#)

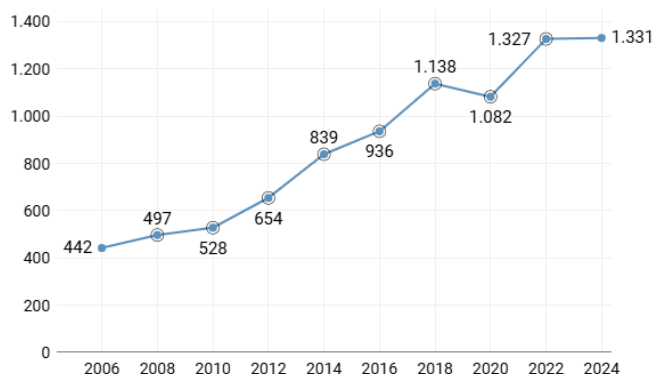
⁴⁹ CaixaBank Research (2024): [Les cinc claus del dinamisme econòmic a Espanya.](#)

⁵⁰ És una mesura comunament acceptada de concentració del mercat. Es calcula amb el sumatori de l'elevació al quadrat de la quota de mercat de cada empresa. Els valors de l'HHI es mouen entre 0 (màxima competència) i 10.000 (monopoli).

⁵¹ De las Heras, I. (2024): [España se consolida como el gran país del euro con más concentración bancaria.](#)

⁵² Stump, A. (2024): [España tiene la mayor concentración bancaria de los grandes países del euro.](#)

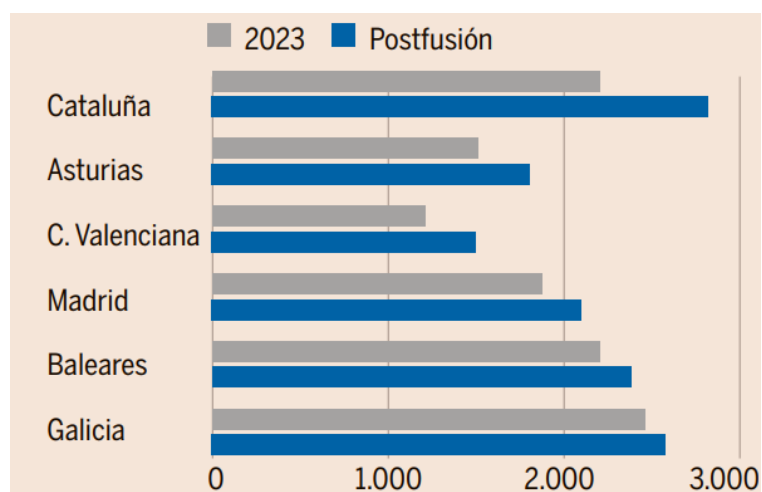
Figura 91. Evolució de l'índex Herfindahl i Hirschman de concentració del mercat bancari espanyol 2006-2024 (en punts)



Font: La Vanguardia

En el cas de Catalunya, el sector financer és residual, ja que la majoria de grans bancs espanyols tenen la seu fora del territori català. Tanmateix, tots operen en territori català, però de manera molt concentrada. De fet, Catalunya és la comunitat autònoma amb un índex de concentració bancària més elevat, i l'OPA del BBVA sobre el Banc Sabadell, aprovada ja per la Comissió Europea i a l'espera de la llum verda de la CNMC, la CNMV i el govern, accentuaria encara més aquest risc.

Figura 92. Evolució de l'índex Herfindahl i Hirschman de concentració del mercat bancari espanyol per CA. Sense la fusió del BBVA i el Banc Sabadell (en gris) i amb la fusió (en blau) (en punts)



Font: Expansión