

# IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 504 | OCTUBRE 2025



## ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

---

### MERCATS FINANCERS

*Escenari per a l'economia internacional: repunt aranzelari vs. treva d'incertesa*

*Els fluxos d'inversió en els temps de Trump 2.0*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*Dimensió empresarial i bretxes de productivitat a la UE*

*El turisme europeu després de la pandèmia: recuperació desigual i nous desafiaments*

## ECONOMIA ESPANYOLA

---

*Nou escenari econòmic espanyol: dinamisme en un entorn fràgil*

*El sector turístic tanca una temporada alta amb xifres sòlides*

*Quines regions es poden veure més afectades pels aranzels de Trump?*

**INFORME MENSUAL**

Octubre 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****Oriol Carreras**Coordinadors de l'*Informe Mensual***BPI Research (UEEF)**[www.bancobpi.pt/](http://www.bancobpi.pt/)[https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research)[estudios-mercados/research](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research)[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)**Paula Carvalho**

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

6 d'octubre de 2025

**ÍNDEX****1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS**9 *Escenari per a l'economia internacional: repunt aranzelari vs. treva d'incertesa*11 *Els fluxos d'inversió en els temps de Trump 2.0*

Rita Sánchez Soliva

**14 ECONOMIA INTERNACIONAL**16 *Dimensió empresarial i bretxes de productivitat a la UE*

David Martínez Turégano

19 *El turisme europeu després de la pandèmia: recuperació desigual i nous desafiaments*

David Martínez Turégano

**23 ECONOMIA ESPANYOLA**25 *Nou escenari econòmic espanyol: dinamisme en un entorn fràgil*

Oriol Carreras Baquer

27 *El sector turístic tanca una temporada alta amb xifres sòlides*

David Cesar Heymann

28 *Quines regions es poden veure més afectades pels aranzels de Trump?*

Nuria Bustamante i Sergio Díaz

**31 ECONOMIA PORTUGUESA**

## Sorpresa, sorpresa...

Una vegada més, l'economia espanyola torna a sorprendre positivament propis i estranys. L'INE, en la seva revisió anual de les sèries de comptabilitat nacional, ha reestimat a l'alça el creixement dels últims anys. Així, en el 2T 2025, el PIB es va situar 0,5 p. p. per damunt del que s'havia estimat inicialment. A més a més, va créixer un 3,1% interanual, 0,3 p. p. més que en l'estimació inicial. Aquesta informació, combinada amb el dinamisme que hem continuat observant en el 3T, ha dut CaixaBank Research a revisar el creixement previst per al 2025 del 2,4% al 2,9%. Quan només falten tres mesos per tancar l'any, sembla difícil que el creixement s'allunyi del 3%.

Si es compleix aquest pronòstic, l'economia espanyola haurà crescut a un ritme mitjà del 3% des que, el 2022, va recuperar els nivells previs a la pandèmia. En canvi, els pronòstics dels analistes no eren tan optimistes. Les previsions realitzades a l'inici de cada any apuntaven a un creixement mitjà de l'1,5%.

L'error de previsió va ser especialment important el 2024. Al començament de l'any, s'esperava un creixement de l'1,3%, que va acabar sent del 3,5%. Al gener d'enguany, el consens d'analistes esperava un creixement del 2,3%, i tot fa pensar que la sorpresa, o l'error de previsió, tornarà a ser remarcable. Això contrasta amb el comportament del conjunt de la zona de l'euro i de la resta de les principals economies europees. En general, s'han comportat força en línia amb el que s'esperava. L'error de previsió a un any vista ha estat, de mitjana, de 0,3 p. p., un registre semblant a l'error que vam cometre els analistes els anys previs a la pandèmia.

Més enllà del complex i incert context internacional, la sorpresa es produeix segurament perquè el creixement està sent impulsat per factors difícilment predictibles. D'una banda, la demografia. La població encadena tres anys consecutius creixent a l'1,0% anual. Com a referència, entre els anys 2015 i 2019, el creixement va ser, de mitjana, del 0,3%. El creixement de la població és degut, sobretot, a l'augment de la població estrangera i amb doble nacionalitat. En els tres últims anys, la població espanyola ha caigut, de mitjana, a raó de 100.000 persones a l'any. Malgrat tot, això ha estat compensat amb escriu pels fluxos migratoris, la qual cosa ha redundat en un creixement de la població proper a les 500.000 persones a l'any de mitjana. I, si hi ha més persones, hi ha més consum, més activitat i també més capacitat per generar ocupació. Des del 2023, prop del 40% de l'augment de l'ocupació és de persones estrangeres. L'altra cara de la moneda és el sector immobiliari. El fort augment de la població no ha anat acompanyat d'un augment suficient de l'oferta d'habitatge, la qual cosa pressiona els preus a l'alça.

Un altre factor que ha sorprès en els últims anys ha estat l'augment de la productivitat. El creixement del PIB per hora treballada ha estat de l'1,0% anual des que es va recuperar el nivell d'activitat previ a la pandèmia, el doble del que va créixer entre el 2015 i el 2019. No obstant això, cal remarcar que el creixement del PIB per ocupat ha estat més limitat. Una part de l'augment del PIB per hora treballada és el resultat de la reducció de les hores treballades per treballador. Perquè el creixement de la productivitat sigui sostenible a mitjà i a llarg termini, és important que també millori la productivitat per persona ocupada.

Finalment, cal destacar el dinamisme que també presenta la inversió. Precisament, aquest és un dels epígrafs que han patit una major revisió a l'alça en la recent actualització de la comptabilitat nacional realitzada per l'INE. A la sèrie anterior, s'estimava que la inversió es trobava un 6,8% per damunt dels nivells previs a la pandèmia, mentre que, a la nova sèrie, se situa un 11,4% per damunt. A més a més, presenta un ritme de creixement dinàmic, del 5,1% interanual en el 2T 2025. La resiliència de la inversió davant l'incert context internacional és remarcable. Segurament, aquesta és una de les peces clau perquè l'economia espanyola pugui continuar creixent de manera dinàmica i equilibrada en els propers anys. Si la població continua creixent, la productivitat laboral no afluixa i el cicle inversor es consolida, l'economia espanyola continuarà sorprenent positivament i l'any vinent podrem escriure un altre editorial com aquest.

Oriol Aspachs  
Octubre 2025

## Cronologia

### SETEMBRE 2025

- 9 El Tribunal Suprem dels EUA accepta estudiar per la via ràpida la legalitat dels aranzels de Trump.
- 17 La Fed abaixa els tipus d'interès en 25 p. b., fins al rang del 4,00%-4,25%, després de nou mesos de pausa.

### JULIOL 2025

- 27 Acord entre la UE i els EUA que estableix un aranzel general del 15%, així com el tractament preferencial d'una sèrie de productes estratègics i el compromís de compres i d'inversions per part europea en indústries clau dels EUA.

### MAIG 2025

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

### AGOST 2025

- 5 Entren en vigor la majoria dels aranzels recíprocs imposats pels EUA a altres països.

### JUNY 2025

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

### ABRIL 2025

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

## Agenda

### OCTUBRE 2025

- 1 Portugal: ocupació i atur (agost).  
Portugal: deute públic (agost).  
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (setembre).
- 2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
- 8 Espanya: comptes financers (2T).
- 10 Portugal: comerç internacional (agost).
- 20 Xina: PIB (3T).
- 22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost).
- 23-24 Consell Europeu.
- 24 Espanya: enquesta de població activa (3T).
- 27 Portugal: crèdits i dipòsits (setembre).
- 28-29 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 29 Espanya: avanç del PIB (3T).
- 30 Espanya: avanç de l'IPC (octubre).  
Portugal: avanç del PIB (3T).  
Zona de l'euro: PIB (3T).  
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (octubre).  
EUA: PIB (3T).  
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 31 Portugal: execució pressupostària (setembre).  
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (octubre).

### NOVEMBRE 2025

- 3 Portugal: deute públic (3T).
- 4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
- 5 Portugal: ocupació (3T).
- 6 Espanya: producció industrial (setembre).
- 13 Portugal: cost laboral (3T).
- 14 Portugal: ràting Moody's.  
Japó: PIB (3T).
- 16-17 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 19 Portugal: balança de pagaments (setembre).
- 20 Espanya: comerç exterior (setembre).
- 25 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
- 27 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (novembre).
- 28 Espanya: avanç de l'IPC (novembre).  
Espanya: ràting DBRS.  
Portugal: desglossament del PIB (3T).  
Portugal: avanç de l'IPC (novembre).

## Resiliència econòmica i inversió en l'era Trump

L'actualització dels escenaris econòmics per part dels principals serveis d'estudis en les últimes setmanes reflecteix que l'economia mundial manté una velocitat de creuer més intensa del que es preveia a l'inici de l'any, quan la «tempesta Trump» amenaçava amb desestabilitzar una conjuntura econòmica exposada als vents de la incertesa. Ara com ara, les incipients distorsions sobre el creixement i la inflació causades per l'augment de les barres aranzelàries s'estan veient compensades pel *boom* de la inversió impulsat per la IA als EUA, per l'augment de la despesa en defensa (i per l'acceleració de l'NGEU) a Europa, per la resiliència de les exportacions xineses i per la flexibilització de les condicions monetàries globals. A tot l'anterior cal afegir un preu del petroli gairebé el 15% per sota dels nivells de l'inici de l'any i l'efecte riquesa propiciat pel bon comportament de les borses mundials (el +17%) i d'altres actius financers i reals el 2025 (or, habitatge, etc.), malgrat la inestabilitat que continua presentant l'escenari geopolític en les últimes setmanes (tancament de l'Administració nord-americana o dimissió del primer ministre francès).

Arran de tot l'anterior, ara esperem que l'economia mundial creixi el 3,1% enguany i l'any vinent (abans, el 2,9%), impulsada per les revisions a l'alça als EUA (de l'1,3% a l'1,8% el 2025) i a la Xina (del 4,2% al 4,6%), a més de millores marginals a la zona de l'euro (de l'1,2% a l'1,3%), amb un comportament destacat d'Espanya (del 2,9%, en relació amb el 2,4% previst amb anterioritat). La narrativa que dona suport a aquest bon funcionament de l'activitat i dels mercats en els últims mesos és que, un cop estabilitzat el risc aranzelari, el cicle inversor (IA + defensa + habitatge) pot prendre el relleu com a motor de l'activitat, després d'un llarg període d'atonía des de la crisi financera del 2008. De fet, en les dades d'activitat del 2T, ja hem vist recuperacions destacades de la formació bruta de capital fix en països com Espanya i els EUA, situació a la qual pot contribuir en un futur una situació financera molt favorable dels agents privats, després del llarg procés de despallanquejament de l'última dècada.

L'esperança és que aquest nou cicle inversor pot propiciar el salt necessari en la productivitat per compensar les inexorables tendències demogràfiques que afrontaran la majoria dels països desenvolupats en les properes dècades i que permetran revitalitzar el creixement potencial. El risc és el d'una bombolla d'inversió (com va succeir a Espanya al començament d'aquest segle) en la part relacionada amb la IA. De fet, en aquests moments, l'economia dels EUA continua creixent de manera dinàmica gràcies a la immensa inversió en aquest àmbit.

En aquest context de canvi i de disrupció, és normal que els bancs centrals estiguin reprenent la vella estratègia de gestionar els riscos de l'escenari, davant la utilització de regles discrecionals d'actuació (Taylor, etc.). Començant per la Fed, la baixada recent dels tipus d'interès, més enllà de les pressions polítiques, cal interpretar-la com una cobertura davant un possible afebliment addicional del mercat de treball, que, segons Powell, està situat en un «equilibri estrany» arran de l'ajust simultani a la baixa tant de l'oferta com de la demanda de treballadors (*low hire, low fire*). Això ha reduït de manera molt apreciable la creació de l'ocupació necessària per mantenir la taxa d'atur sense canvis. El problema és que la nova política migratòria de l'Administració Trump pot dur el creixement de la població activa de l'1% del 2024 al 0,2%-0,3% el 2027, i, per a aquesta restricció d'oferta addicional, té difícil resposta la política monetària. Així que, a partir d'ara, la política monetària serà molt més flexible per respondre als canvis d'un escenari econòmic subjecte a una elevada volatilitat. Aquesta complexitat intrínseca de l'escenari introdueix una elevada incertesa sobre com poden evolucionar les relacions estructurals entre creixement, ocupació i inflació, la qual cosa explicaria l'ampli ventall que s'ha obert en les opinions dels membres del Consell de la Fed (*dot plot*) sobre els nivells de tipus d'interès neutrals o d'equilibri a llarg termini (des del 2,5% fins al 4%). Malgrat que, en aquests casos de visions divergents, sempre cal tenir en compte la vella màxima de Churchill: «Si poses dos economistes en una habitació, obtindràs dues opinions. Tret que un d'ells sigui Lord Keynes, i en aquest cas en tindràs tres».

José Ramón Díez

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

### Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>TIPUS D'INTERÈS</b>							
<b>Dòlar</b>							
Fed funds (límit inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	3,50	3,00
SOFR 3 mesos	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	3,57	3,10
SOFR 12 mesos	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,30	3,10
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	3,50	3,50
Deute públic 10 anys	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,20	4,50
<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	1,93	1,97
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	2,00	2,03
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	2,05	2,06
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	2,09	2,11
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,14	2,18
<b>Alemanya</b>							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,96	1,99
Deute públic 10 anys	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,70	2,80
<b>Espanya</b>							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,57	2,73
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,85	3,04
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,35	3,60
Prima de risc	11	164	85	98	68	65	80
<b>Portugal</b>							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,09	2,21
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,49	2,68
Deute públic 10 anys	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	3,20	3,50
Prima de risc	19	314	82	63	46	50	70
<b>TIPUS DE CANVI</b>							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,19	1,20
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,88	0,90
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	173,00	168,00
<b>PETROLI</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	65,1	65,3
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	54,8	54,4

Previsions

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

### Economia internacional

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

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

Previsions

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

### Economia espanyola

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

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

Previsions

### Economia portuguesa

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

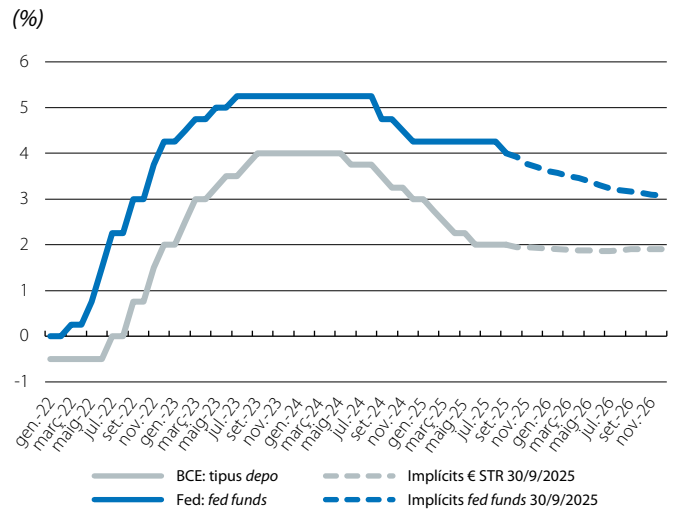
Previsions

## Els bancs centrals mouen el mercat al setembre

**Bancs centrals i tensions geopolítiques marquen el sentiment inversor.** El setembre ha estat un mes de transició als mercats financers, caracteritzat per un augment de la volatilitat i per moviments rellevants en els actius de risc. Les decisions de política monetària, en especial la reunió de la Reserva Federal dels EUA, han marcat el to del mes, juntament amb l'adaptació a un nou context comercial amb uns aranzels més elevats. A això s'han sumat episodis de tensió geopolítica –com l'entrada de drons russos en territori polonès, el *shutdown* federal als EUA o la inestabilitat política a França–, que han contribuït a la volatilitat als mercats. En aquest entorn, els inversors han ajustat les seves expectatives sobre els pròxims passos dels bancs centrals, amb més confiança en les retallades de la Fed i en l'estabilitat dels tipus del BCE, ajustos que, juntament amb la sensibilitat a les dades, han condicionat l'evolució de les corbes de tipus, de les divises i de les borses al llarg del mes. Els inversors mantenen la cautela en un entorn que continua sent incert, amb especial atenció a les pròximes decisions dels bancs centrals, a l'impacte de la pujada aranzelària, a l'evolució dels indicadors econòmics o al repte fiscal al qual s'enfronten molts països.

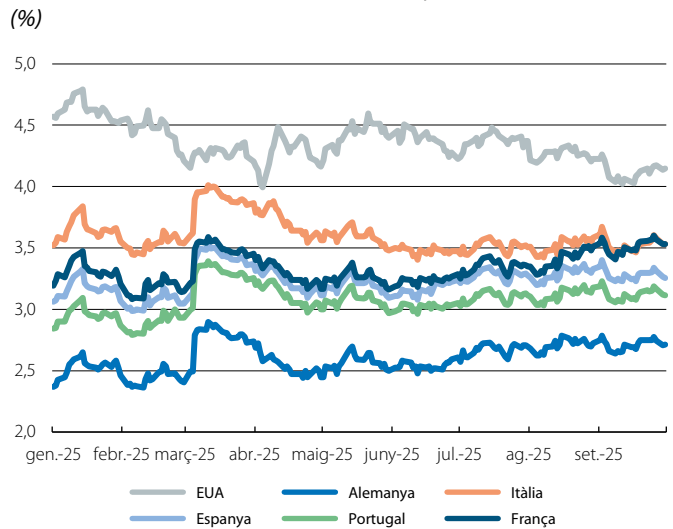
**Retallada de la Fed i pausa per un temps prolongat al BCE, malgrat que tot dependrà de les dades.** Al mercat monetari, el setembre va estar marcat per nombroses reunions de política monetària, però el focus es va centrar en la Fed, que va retallar els tipus d'interès en 25 p. b., fins a l'interval del 4,00%-4,25%, en el que va ser la primera baixada en nou mesos. Aquest moviment reflecteix un canvi en la lectura del balanç de riscos entre els dos mandats de la Fed. Segons el president de la Fed, Jerome Powell, el refredament del mercat laboral –visible en les dades i atribuït tant a una menor demanda com a factors d'oferta– ha guanyat pes en relació amb els riscos d'inflació, que ara es percep que són més continguts. La retallada va ser gairebé unànime, tot i que amb divergències sobre els pròxims passos, com ho mostra el *dot plot*, que reflecteix una dispersió elevada entre els membres del FOMC. Powell va subratllar que la política monetària no segueix una senda prefixada i que les decisions es prendran reunió a reunió, en funció de les dades. Les expectatives del mercat s'han mogut al llarg del mes –amb la revisió a l'alça del PIB del 2T o amb les dades positives que s'han anat coneixent del 3T–, i, a l'hora de tancar aquest informe, els inversors descompten quatre baixades de tipus fins al desembre del 2026, la qual cosa deixaria el *fed funds* en el 3,00%-3,25%. Per la seva banda, el BCE va mantenir els tipus (*depo* en el 2%), en una decisió esperada i unànime, que va anar acompanyada d'una visió relativament positiva de l'escenari, amb la inflació ja en l'objectiu a mitjà termini. Així mateix, el BCE va continuar sense oferir cap orientació sobre l'evolució dels tipus d'interès en els propers mesos i va reiterar que la política monetària es reavaluarà «reunió a reunió» i «segons les dades». El mercat descompta ara estabilitat en els tipus fins al final d'enguany i durant el 2026. La presidenta Lagarde va evitar pronunciar-se sobre França, tot i que va recordar que el BCE té eines per garantir la bona transmissió de la política monetària a totes les jurisdiccions de la zona de l'euro i que, en

### BCE i Fed: tipus d'interès de referència

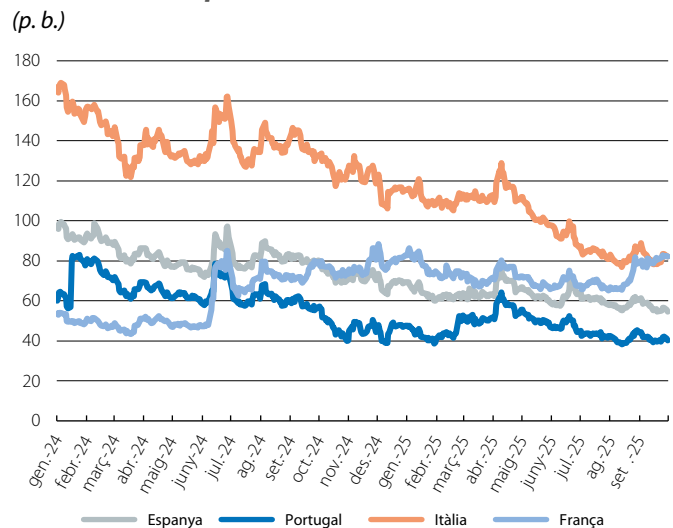


**Nota:** Les dades històriques del fed funds corresponen al límit inferior.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del BCE, de la Fed i de Bloomberg.

### Rendibilitat del bo sobirà a 10 anys



### Zona de l'euro: primes de risc



l'activació de les compres d'actius del programa TPI, hi ha una combinació de discrecionalitat i d'anàlisi (és necessària una avaluació de les perspectives fiscals, i no s'ha de respondre a tensions que estiguin justificades pels fonaments macroeconòmics del país).

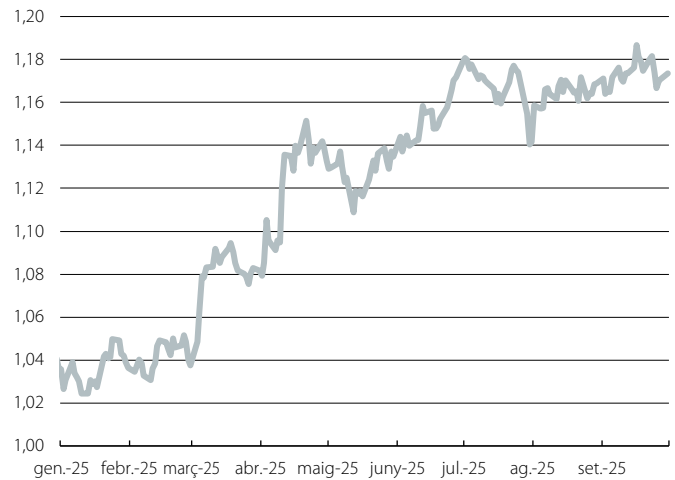
**Els tipus sobirans nord-americans baixen, esperonats per les expectatives de moviment de la Fed.** En renda fixa, el mes es va saldar amb caigudes de les rendibilitats dels *treasuries*, en particular en el tram llarg de la corba, mentre que, a la zona de l'euro, es va produir una pujada en els trams curts, ja que, en els llargs, es va produir una correcció generalitzada, amb l'excepció de França, que va tornar a ser focus d'atenció per la inestabilitat política després del relleu al Govern, amb noves pujades de la prima de risc, fins a consolidar-se al voltant dels 80 p. b., i amb un lleuger repunt de la rendibilitat del bo francès a 10 anys en relació amb el tancament de l'agost, fins a superar el 3,50%. D'altra banda, s'han produït millores de la qualificació creditícia del deute espanyol durant el setembre per part de les tres agències de qualificació (S&P a A+, Moody's a A3 i Fitch a A). Fitch també ha revisat la de Portugal de A- a A. Això s'ha reflectit en els bons sobirans, amb caigudes de la rendibilitat als dos països, i també en el diferencial amb el bo alemany a 10 anys, a diferència de l'augment que s'ha produït a França.

**Apreciació de l'euro, amb vaivens.** L'euro va viure un setembre d'anada i tornada, amb una tendència d'apreciació enfront del dòlar en la primera meitat de mes, empès, en part, per una lectura una mica *hawkish* de la reunió del BCE, i va superar els 1,18. Amb posterioritat, va tancar el trimestre al voltant d'1,17 (el +0,4%). El dòlar, per la seva banda, va recuperar terreny en la segona meitat del mes, secundat per les dades favorables de creixement econòmic als EUA.

**Mes positiu per a les borses.** Les borses van mostrar una tendència a l'alça, tot i que va haver-hi sessions de correccions –en alguns casos, de diversos dies seguits–, en sessions de recollida de beneficis i de repunt de les rendibilitats dels bons. L'IBEX 35 es va mantenir entre els índexs més resistents, tot i que les pujades van ser generalitzades a les dues bandes de l'Atlàntic, amb l'excepció del DAX alemany, que va tancar gairebé pla en relació amb l'agost (el -0,1%).

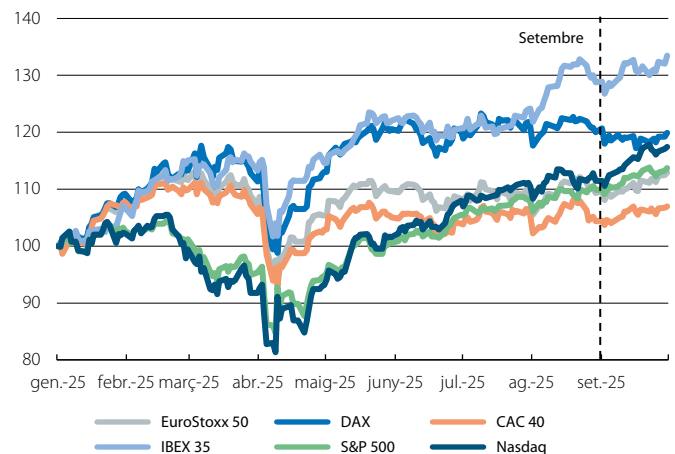
**Volatilitat en el petroli i nous màxims en l'or.** Pel que fa a les primeres matèries, el petroli es va mantenir volàtil. El barril de Brent va repuntar fins als 70 dòlars, però, en l'última part del mes, va corregir una bona part de la pujada i va tancar el setembre amb una caiguda de gairebé el 2% en relació amb el mes anterior (fins als 67 dòlars). Aquest funcionament s'ha vist condicionat per l'augment de les tensions geopolítiques (com els atacs d'Ucraïna a infraestructures petrolieres crítiques russes), pels dubtes sobre l'excés d'oferta, per un augment de les existències acumulades als EUA, per la represa de les exportacions del nord de l'Iraq o per l'anunci de l'increment de la producció de l'OPEP+ (que ja ha retornat al mercat els 2,2 milions de barrils per dia retallats el 2023 i que ara encara la recuperació del segon tram de retallades del 2023, d'1,7 milions). L'or, per la seva banda, va assolir nous màxims (va superar els 3.850 dòlars per unça), la qual cosa ha continuat reforçant el seu paper d'actiu refugi en un entorn d'elevada incertesa fiscal i econòmica, en especial als EUA.

**Tipus de canvi euro/dòlar**  
(Dòlars per euro)



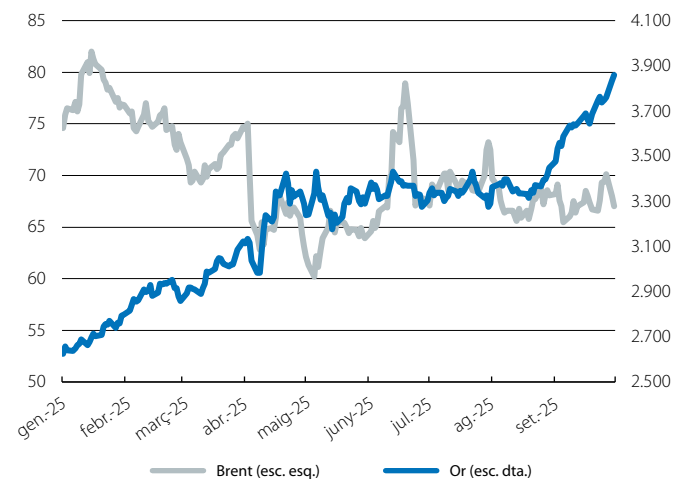
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Els EUA i la zona de l'euro: funcionament dels principals índexs borsaris**  
Índex (100 = 1/1/2025)



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

**Petroli i or el 2025**  
(Dòlars per barril) (Dòlars per unça)



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

## Escenari per a l'economia internacional: repunt aranzelari vs. treva d'incertesa

L'economia internacional va començar el 2025 ennuvolada per les amenaces aranzelàries dels EUA, per la incertesa comercial i per les tensions geopolítiques, amb el rerefons de la reorganització de les polítiques econòmiques i de les estratègies geopolítiques.<sup>1</sup> Això va provocar un deteriorament de les perspectives i va sacsejar els mercats financers. Com ha evolucionat l'escenari de llavors ençà? Cap a on s'encamina l'economia internacional en els propers trimestres?

### Punt de partida

Des de l'inici d'enguany, l'escenari s'ha caracteritzat per la volatilitat de les dades i per la resiliència de l'economia internacional davant la incertesa. Inicialment, l'anticipació de nous aranzels per part dels EUA va generar un auge importador nord-americà i va esperar les exportacions de les altres grans economies, un efecte que després es va desfer i va provocar vaivens en les dades. Malgrat la volatilitat, les xifres de PIB han resistit millor del que es preveia, amb un factor comú de suport en uns mercats laborals robustos i en una certa recuperació del poder adquisitiu i de la inversió, que han afavorit una millora de les expectatives econòmiques i del sentiment inversor.

La millora de les expectatives també ha rebut el suport d'una distensió de la incertesa. I és que els diferents acords comercials dels EUA tendeixen a aclarir el panorama comercial en què operarà l'economia mundial i ajuden a descartar escenaris extrems de tensió, si més no a curt termini. D'altra banda, però, l'economia global s'haurà d'adaptar a un nivell d'aranzels significativament més alt, i la incertesa, tot i que ha reculat, no s'ha esvaït (queden negociacions pendents, com la dels EUA-Xina, dubtes sobre la durabilitat dels acords assolits, incerteses legals, etc.).

### Claus, perspectives i riscos

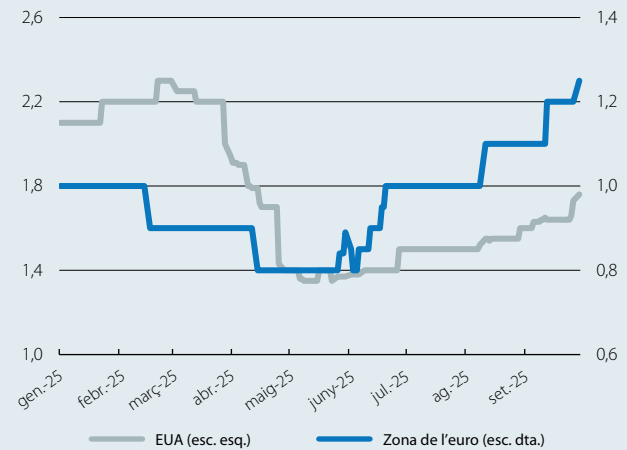
En aquest nou punt de partida, l'escenari tindrà el suport d'uns preus de l'energia continguts, gràcies a un mercat de petroli que continua exhibint un excés d'oferta<sup>2</sup> i en què es preveu un preu del Brent al voltant dels 65 dòlars per barril, mentre que els futurs del gas apunten a un preu del TTF europeu estable al voltant dels 35 euros/MWh. Així mateix, la política monetària deixarà d'exercir de llast. A la zona de l'euro, el BCE té els tipus d'interès en

1. FMI (2025), «A Critical Juncture amid Policy Shifts», Informe de perspectives econòmiques (World Economic Outlook) de primavera.

2. En un context d'augment de producció tant de l'OPEP+ (que ja ha recuperat 2,2 milions dels barrils diaris retirats el 2023) com dels altres productors i d'un creixement més moderat de la demanda (en especial a la Xina i a l'Índia).

### PIB 2025: previsió del consens d'analistes

Variació anual (%)



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

### Borsa mundial: índex MSCI World

Índex (100 = 31 desembre 2024)



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

un nivell neutral del 2,00%, on ni estimula ni restringeix l'activitat. Després d'abaixar-los 100 p. b. entre el febrer i el juny, tot (fins i tot la pròpia comunicació del banc central i les cotitzacions dels mercats) suggereix que, amb la inflació en l'objectiu, el BCE preferirà mantenir els tipus en els nivells actuals i es guardarà l'opció de moure'ls només davant canvis significatius de l'escenari. Per la seva banda, la Fed ha reprès les baixades de tipus en constatar un refredament en la creació d'ocupació<sup>3</sup> i un impacte moderat i gradual dels aranzels sobre la inflació i ha exhibit una sensibilitat a l'equilibri de dades d'ocupa-

3. Això no ha tensionat una taxa d'atur que, malgrat que ha pujat, continua en cotes baixes, possiblement perquè reflecteix un refredament del mercat laboral tant pel costat de la demanda com de l'oferta.

ció/inflació que fa preveure un ritme de retallades progressives en els propers trimestres.<sup>4</sup> D'altra banda, també s'espera que l'activitat internacional mantingui el suport d'una economia xinesa que, malgrat els aranzels, la persistent crisi immobiliària i la feblesa de la demanda domèstica, ha exhibit capacitat de resistència en les exportacions i a la indústria i ha vist també com el consens d'analistes en millorava les expectatives.

Així, el nostre escenari preveu que els EUA mantindran una activitat relativament dinàmica i que, amb un refredament «de normalització» del mercat laboral i esperonada per l'embranchida inversora relacionada amb la IA i per unes condicions monetàries menys restrictives, el seu PIB s'acostarà a creixements anuals del 2%. Aquesta millora de perspectives, però, continua subjecta a riscos a la baixa, des d'una inflació que es resisteix al descens final cap al 2% fins a la digestió d'uns dèficits públics que es preveuen sostingudament elevats, passant per una transmissió dels aranzels a l'activitat i a la inflació que, fins ara, ha estat modesta.

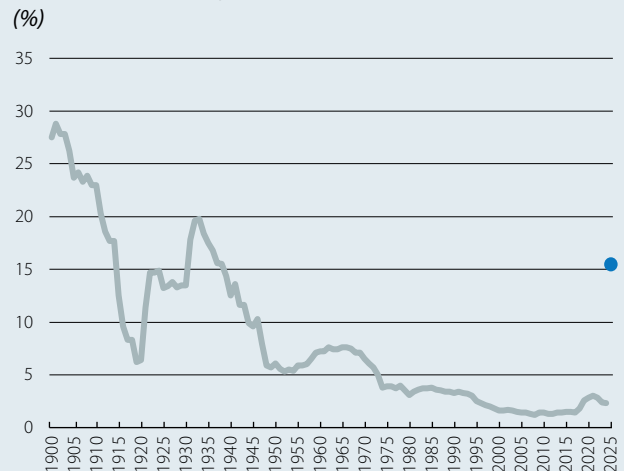
A la zona de l'euro, projectem un avanç moderat de l'activitat cap a creixements del PIB del 0,2%-0,3% intertrimestral, propiciats per la transmissió de la distensió monetària ja realitzada pel BCE, per una reorientació de la política fiscal<sup>5</sup> i per una millora de la confiança que podria esperonar més el creixement si facilita que les llars redirigeixin la seva elevada taxa d'estalvi (del 15,2%) cap al consum. Pel costat del sector exterior, malgrat la perspectiva d'un euro més apreciat en relació amb el dòlar nord-americà (1,20 dòlars el 2026), el tipus de canvi real efectiu s'ha mostrat més estable, la qual cosa, sumada a uns aranzels enfront dels EUA més baixos en altres jurisdiccions, pot ajudar (en termes relatius) a protegir les exportacions. Així i tot, el creixement de la zona de l'euro continuarà caracteritzat per una notable heterogeneïtat entre països, amb la presència destacada del vigor del PIB espanyol, de les dificultats estructurals de la indústria alemanya i de l'anèmia d'una França amb els comptes públics en el focus dels inversors.

En conjunt, la resistència exhibida per l'activitat econòmica internacional, la reducció de la incertesa i la millora de les projeccions de creixement dibuixen una millora de l'escenari més immediat. Tanmateix, això no significa

4. Preveiem quatre retallades més fins al final del 2026 (*fed funds* en el 3,50%-3,75% al desembre del 2025 i en el 3,00%-3,25% al desembre del 2026).

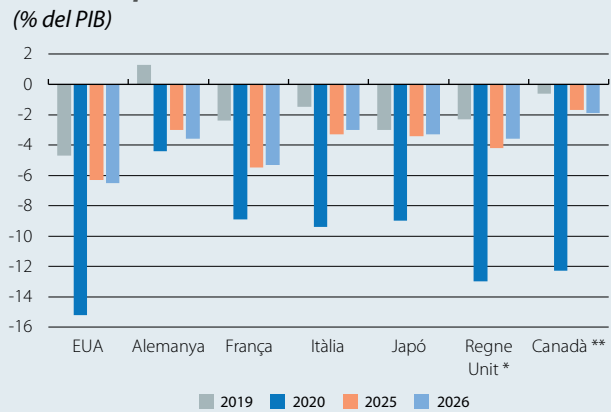
5. Especialment a Alemanya, on els plans de despesa en infraestructures i en defensa han empès el Govern a projectar un augment del dèficit federal des de l'1,1% del PIB del 2024 al 3,3% el 2025 i el 4,2% el 2026. A França, la fragmentació parlamentària i les dificultats consegüents per aprovar els pressupostos fan preveure que la reducció del dèficit (el 5,8% el 2024) serà molt gradual. A les altres dues grans economies, Itàlia i Espanya, es preveu una disminució moderada del dèficit, però que ja el situa a sota del 3% el 2026 i el 2025, respectivament.

**EUA: aranzel mitjà efectiu**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la USITC.

**G7: saldo públic**



Notes: \* Any fiscal. \*\* Per al Canadà, dada del 2021 en lloc de la del 2020.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades (2019-2020) i de previsions (2025-2026) de Bloomberg.

que l'economia mundial hagi sortit de la cruïlla. La reorganització de les polítiques econòmiques i de les estratègies geopolítiques continua el seu curs cap a un món subjecte a les tensions geopolítiques, als riscos de ruptura en les cadenes globals de subministraments i als factors que poden alimentar les turbulències financeres (com l'empitjorament dels comptes públics o el deteriorament de la qualitat institucional en algunes grans economies).

(Vegeu una versió estesa d'aquest article a [caixabankresearch.com](https://caixabankresearch.com))

## Els fluxos d'inversió en els temps de Trump 2.0

Trump continua fent gala d'una manera de legislar força disruptiva, que és un punt d'inflexió en relació amb l'estabilitat i amb la previsibilitat dels seus predecessors. La nova Administració Trump defensa que l'ordre econòmic global vigent gairebé des del final de la Segona Guerra Mundial perjudica els interessos dels EUA, motiu pel qual cal canviar-lo (*America First*). Aquest gir, que, principalment, s'està materialitzant amb la imposició d'elevats aranzels de forma generalitzada i amb la reducció dels seus compromisos en matèria de seguretat i de cooperació internacionals, fa que molts es preguntin si podria minar els pilars que han sostingut durant els 80 últims anys el paper dominant del dòlar.<sup>1</sup> En aquest procés de «reajustament» de la geopolítica internacional, un dels principals beneficiaris en termes de fluxos d'inversió podria ser la zona de l'euro: ofereix un marc regulador estable, no hi ha dubtes sobre la independència del BCE i els plans d'augment de la despesa en defensa a Europa (pla *ReArm Europe*) i en infraestructures a Alemanya oferiran importants oportunitats d'inversió en els propers anys.

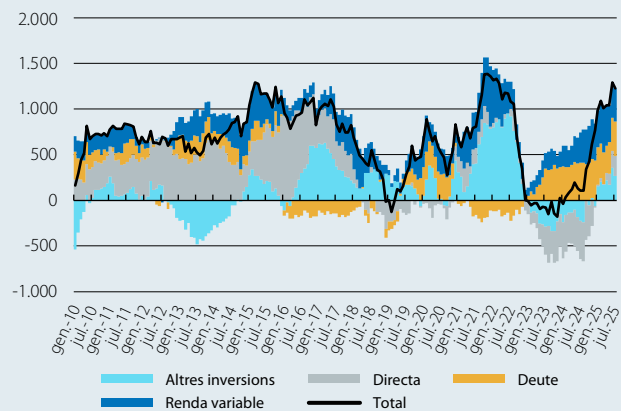
### La zona de l'euro com a destinació per a la inversió estrangera

En els dos últims anys, un cop superada l'aturada en els fluxos de capital després de l'esclat de la guerra a Ucraïna el 2022, s'observa un interès renovat dels inversors estrangers pels actius financers de la zona de l'euro, especialment intens des de l'inici d'enguany en alguns actius, tal com s'aprecia en les dades de la balança de pagaments que publica mensualment el BCE. De fet, en l'acumulat de l'any fins al juliol, les entrades en inversió directa (IDE) i en cartera (renda fixa i variable) pugen a més de 560.000 milions d'euros (el 3,7% del PIB), el 30% més que en el mateix període de l'any anterior i màxims des del 2015. Aquest resultat s'ha basat en la reactivació de les entrades de capital en IDE, que, fins al juliol, van ascendir a 147.000 milions d'euros, després que les desinversions en aquesta categoria assolissin els 15.000 milions d'euros en tot el 2024 i més de 350.000 milions d'euros en el total del 2023.

Pel que fa a les entrades en deute i en borsa, molt més sensibles a curt termini als canvis en el sentiment dels inversors, van mostrar importants sortides d'inversió a l'abril, després dels anuncis d'aranzels recíprocs en el *Liberation Day*, tot i que, amb posterioritat, es va tornar a recuperar l'interès pels actius de la zona de l'euro. S'aprecia que les entrades de capital en deute semblen l'opció favorita dels inversors, malgrat un inici d'any força modest, perquè, fins al juliol, les entrades d'inversors estrangers en aquesta categoria van assolir els 255.000 milions d'euros, prop del 20% per sota de les registrades en el mateix període del

1. Vegeu Obstfeld, M. (2025), «The International Monetary and Financial System: A Fork in the Road», Andrew Crockett Memorial Lecture, Bank for International Settlements, 29 de juny.

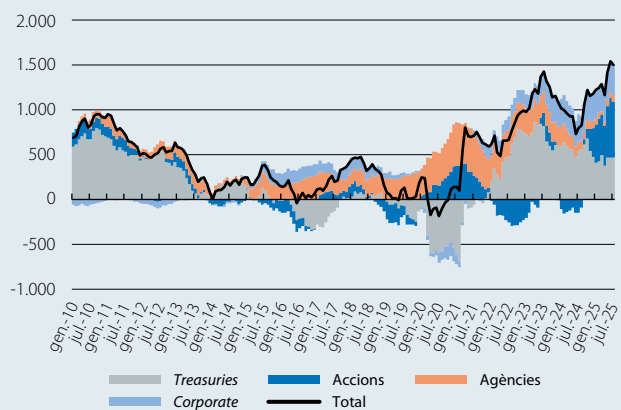
### Zona de l'euro: entrades de capital estranger (Milers de milions d'euros) \*



Nota: \* Acumulat de 12 mesos.

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

### EUA: entrades de capital estranger (Milers de milions de dòlars) \*



Nota: \* Acumulat de 12 mesos.

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

2024. Quant a les entrades en renda variable, amb un comportament molt volàtil al llarg de l'any, es van situar, en l'acumulat de l'any fins al juliol, en els 162.000 milions d'euros, el 20% menys que en el mateix període de l'any passat.

### Els EUA i la seva necessitat històrica de l'estalvi exterior

Els EUA han mostrat, tradicionalment, una posició deficitària en la balança per compte corrent (per damunt del 3,0% del PIB, en la mitjana de les dues últimes dècades), generada per la insuficiència de l'estalvi per afrontar les necessitats de finançament (en especial al sector públic), que s'ha pogut finançar gràcies a una entrada significativa de capitals estrangers. Malgrat que els aranzels busquen reduir aquests desequilibris, les perspectives apunten al fet que, si més no en els dos propers anys, el dèficit de la balança per compte corrent continuarà prop del 3,0% del PIB. Per tant, continua sent vital que els capitals estrangers continuïn fluint cap a l'economia dels EUA per finançar aquest dèficit.

Per analitzar l'evolució dels fluxos de capital cap a/des dels EUA, utilitzem les estadístiques de fluxos de capitals internacionals mensuals publicades pel Tresor nord-americà. La desagregació per instrument d'inversió que ofereix l'estadística del Tresor no és exactament igual a la que ofereix el BCE (no hi ha dades per a la IDE), però això no impedeix fer una comparativa dels fluxos d'inversió cap a les dues economies.

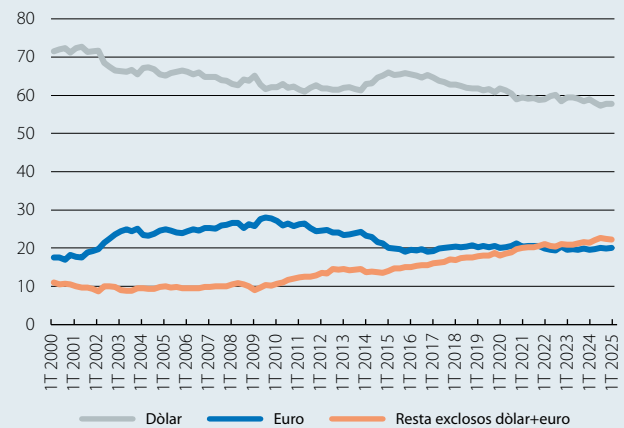
Les dades del Tresor mostren que, tot i que l'augment d'incertesa provoca importants sortides de capital (com va succeir a l'abril després dels anuncis del *Liberation Day*), els actius financers nord-americans no han perdut l'atractiu per a l'inversor estranger. De fet, des de l'inici d'enguany fins al juliol, els inversors estrangers van adquirir actius financers nord-americans per 878.000 milions de dòlars, en relació amb els 558.000 milions del mateix període de l'any passat. La major part d'aquesta millora descansa en la forta entrada de capitals en renda variable: 272.000 milions de dòlars, en relació amb les sortides superiors als 37.000 milions patides en el mateix període d'un any abans. Mentrestant, els *treasuries* continuen mantenint l'atractiu i registren, fins al juliol, entrades per 376.000 milions de dòlars, amb prou feines el 4,0% per sota del que es va invertir l'any anterior. Convé destacar que aquesta major apetència pels actius financers nord-americans respon als inversors privats (que representen gairebé el 80% de totes les posicions), ja que els governs i els bancs centrals estan reduint de manera significativa les tinences d'actius en dòlars: fins al juliol, el balanç d'entrades per inversors institucionals és gairebé nul, en relació amb les entrades pròximes als 50.000 milions de l'any anterior. Aquest comportament s'emmarca en una tendència observada en els últims anys i respon a l'estratègia seguida per molts bancs centrals (sobretot d'economies emergents) per reduir la dependència del dòlar, al mateix temps que augmenten posicions en altres divises i reforcen, així, la seva seguretat estratègica.

### Conclusions

Les dades mostren l'elevada sensibilitat dels fluxos de capitals a un augment de la incertesa, la qual cosa exigeix ser especialment cauts perquè aquests moviments a curt termini no ens facin perdre la perspectiva. Analitzant els acumulats de 12 mesos, que ofereixen una idea més ajustada de les tendències de fons, s'observa una reactivació substancial de les entrades de capitals estrangers en actius de la zona de l'euro des dels mínims del final del 2023, la qual cosa ajuda a explicar la forta revaloració registrada per l'euro: prop del 20% en relació amb el dòlar i més del 12% en termes efectius nominals. No obstant això, aquesta major preferència per actius de la zona de l'euro no s'ha produït a costa d'una menor demanda d'actius financers nord-americans, que es troben gairebé en màxims històrics, gràcies als inversors privats. De fet, en les dues últimes dècades, els governs i els bancs centrals, sobretot d'economies emergents, estan reduint l'exposició al dòlar en una estratègia

### Composició de les reserves internacionals

(% de les reserves assignades totals del món)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI proporcionades per Refinitiv.

per reduir la dependència de la divisa nord-americana i per reforçar, així, la seva seguretat estratègica i la seva sobirania financera. Tant és així que el dòlar, malgrat ser encara la divisa predominant, no ha deixat de perdre pes en les dues últimes dècades: en l'actualitat, representa el 58% del total de reserves, en relació amb el percentatge proper al 72% del 2000. En aquesta recomposició de carteres cap a altres actius, l'or és el gran beneficiat: el 2024, els bancs centrals van comprar or per una quantitat que duplicava amb escreix la mitjana anual de la dècada prèvia. D'aquesta manera, i en un context en què el preu de l'or no deixa de batre rècords, representa ja gairebé el 20% del total de reserves oficials a preus de mercat i assoleix gairebé el mateix nivell que l'euro, que representa al voltant del 20%, percentatge en què, a més a més, s'ha mantingut força estable en l'última dècada.<sup>2</sup>

No obstant això, diversos estudis mostren que les relacions geopolítiques tenen cada vegada més pes en les decisions d'inversió i que l'augment de les tensions geopolítiques comporten una menor assignació de capital transfronterer. Si aquest procés de fragmentació va a més, podríem assistir, a llarg termini, a un sistema financer multipolar, en què el dòlar hauria de coexistir amb altres divises d'influència. No obstant això, qualsevol canvi en el lideratge del dòlar seria un procés molt gradual, però convé tenir present aquests riscos en l'actual context de reconfiguració de les relacions i de possibles conflictes entre les grans potències.<sup>3</sup>

Rita Sánchez Soliva

2. Vegeu BCE (2025), «The international role of the euro», juny.

3. Vegeu FMI (2023), Informe d'Estabilitat Financera Global (GFSR), capítol «Geopolitics and Financial Fragmentation: Implications for Macro-Financial Stability», abril.

**Tipus d'interès (%)**

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
<b>Zona de l'euro</b>					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-150,0
Euríbor 3 mesos	2,03	2,06	-3	-68,2	-129,4
Euríbor 12 mesos	2,19	2,12	7	-26,7	-57,8
Deute públic a 1 any (Alemanya)	1,94	1,90	4	-30,1	-55,8
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,02	1,94	8	-6,3	-5,7
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,71	2,72	-1	34,4	57,8
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,26	3,33	-7	19,6	33,2
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,12	3,18	-6	26,9	41,6
<b>EUA</b>					
Fed funds (límit inferior)	4,00	4,25	-25	-25,0	-75,0
SOFR 3 mesos	3,98	4,17	-19	-32,9	-61,7
Deute públic a 1 any	3,61	3,83	-22	-52,9	-30,8
Deute públic a 2 anys	3,61	3,62	-1	-63,3	4,9
Deute públic a 10 anys	4,15	4,23	-8	-41,9	40,0

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

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	56	55	1	-1,7	-1,6
Itraxx Financer Sènior	60	59	1	-3,6	-5,6
Itraxx Financer Subordinat	103	101	2	-9,6	-16,0

**Tipus de canvi**

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,173	1,169	0,4	13,3	5,1
EUR/JPY (iens per euro)	173,530	171,860	1,0	6,6	9,3
EUR/GBP (lliures per euro)	0,873	0,866	0,8	5,5	4,6
USD/JPY (iens per dòlar)	147,900	147,050	0,6	-5,9	4,0

**Primeres matèries**

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	545,9	554,9	-1,6	1,7	1,4
Brent (\$/barril)	67,0	68,1	-1,6	-10,2	-6,9
Or (\$/unça)	3.859,0	3.448,0	11,9	47,0	45,2

**Renda variable**

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	6.688,5	6.460,3	3,5	13,7	16,6
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	5.530,0	5.351,7	3,3	12,9	9,1
Ibex 35 (Espanya)	15.475,0	14.935,8	3,6	33,5	29,3
PSI 20 (Portugal)	7.957,6	7.760,1	2,5	24,8	16,9
Nikkei 225 (Japó)	44.932,6	42.718,5	5,2	12,6	12,8
MSCI emergents	1.346,1	1.258,4	7,0	25,2	14,6

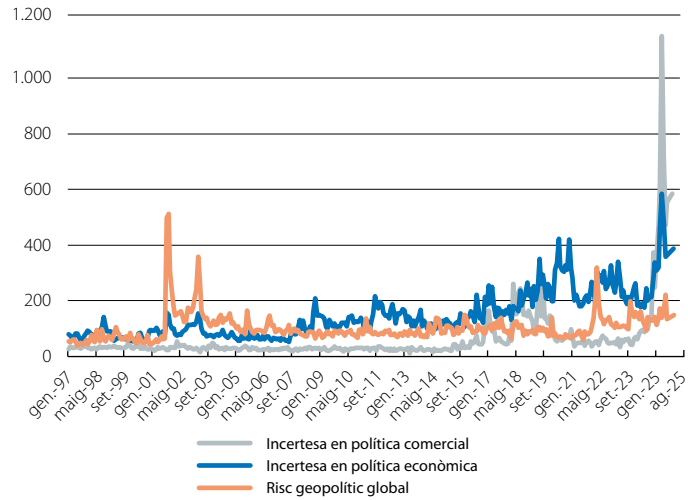
## Resiliència i desafiaments en l'economia global

L'economia mundial fa gala d'una notable resiliència, malgrat tota la incertesa associada a la política aranzelària de Trump. Així, al setembre, l'índex PMI d'activitat empresarial es va situar en els 52,4 punts (50 marca el llindar de creixements positius), i en el conjunt de juliol, agost i setembre ha aconseguit màxims de l'any. Aquest bon resultat s'explica tant per la millora en serveis com en manufactures. En el conjunt del 3T, les dades de les principals economies internacionals van exhibir una certa millora, la qual cosa justifica que l'OCDE hagi revisat a l'alça, en 0,3 p. p., la seva previsió de creixement mundial per al 2025, fins al 3,2%. No obstant això, persisteixen els riscos per a l'economia global, amb les relacions comercials com un dels principals reptes. Els acords de l'estiu van deixar les «regles del joc» més o menys definides i redueixen de manera significativa el risc dels escenaris més adversos, però la incertesa no s'ha esvaït, i no es poden descartar nous canvis de posició per part dels EUA, la qual cosa explica que els índexs d'incertesa comercial continuïn molt elevats.

La zona de l'euro tanca un 3T amb creixements, de nou, molt modestos. Després d'un 2T en què amb prou feines va créixer el 0,1% intertrimestral, reflex de les caigudes d'Alemanya i d'Itàlia (el -0,3% i el -0,1%, respectivament), i amb França creixent únicament per l'acumulació d'inventaris, els indicadors disponibles per al 3T no anticipen un repunt significatiu del creixement a la zona de l'euro. Així, l'índex d'activitat empresarial PMI va pujar 0,2 punts al setembre, fins a un nivell de 51,2, màxim de 16 mesos, però amb prou feines per damunt del llindar de 50, que marca creixements positius, amb una mitjana per al 3T en 51,0, en relació amb el 50,4 del 2T. A més a més, entre les grans economies, s'observen algunes divergències. Alemanya tanca el 3T amb una mica més de to (el PMI va pujar a 52,0 al setembre), però la feblesa en els components de comandes refreda l'optimisme, com així ho adverteix el descens al setembre de l'índex de confiança empresarial Ifo (fins a 87,7, amb 100 com a llindar de referència). A l'important pla en infraestructures dissenyat que encara no s'ha començat a implementar se suma un entorn comercial poc favorable, la qual cosa explica la cautela amb l'economia alemanya a curt termini. Mentrestant, a França, l'activitat econòmica es veu condicionada per la fràgil situació política, i el PMI va caure al setembre més d'1 punt, fins als 48,1, i va encadenar 13 mesos consecutius per sota del llindar de 50. La falta de suports per aprovar els nous pressupostos va provocar la dimissió del primer ministre Lecornu, amb prou feines un mes després del seu nomenament, la qual cosa confirma el clima d'incertesa política i dificulta les mesures per reduir el dèficit fiscal des del 5,6% del PIB previst per a enguany.

En aquest context, la inflació continua gairebé estable al voltant de l'objectiu del BCE: al setembre, la general es va situar en el 2,2%, amb una nucli que, per cinquè mes consecutiu, repeteix en el 2,3%. A més a més, les expectatives d'inflació dels agents es mantenen força contingudes: malgrat uns aranzels més alts, al setembre, els empresaris dels sectors manufacturer, detallista i serveis continuen sense mostrar cap intenció d'apujar de forma substancial els preus de venda, i els consumidors també confien que els preus es mantinguin relativament estables.

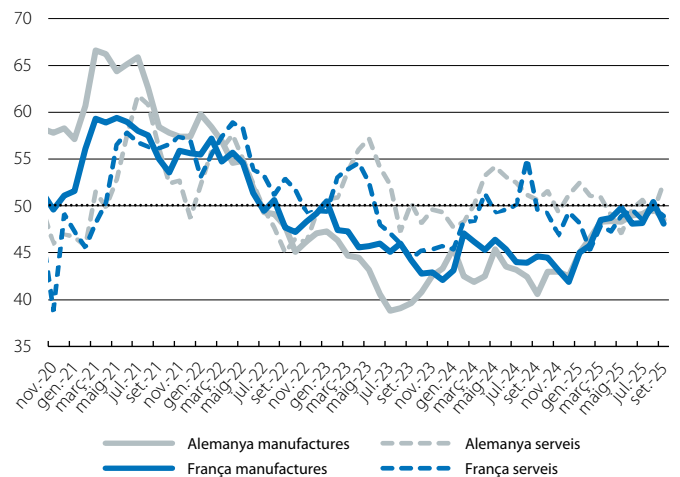
### Incertesa Index



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).

### Zona de l'euro: PMI per components

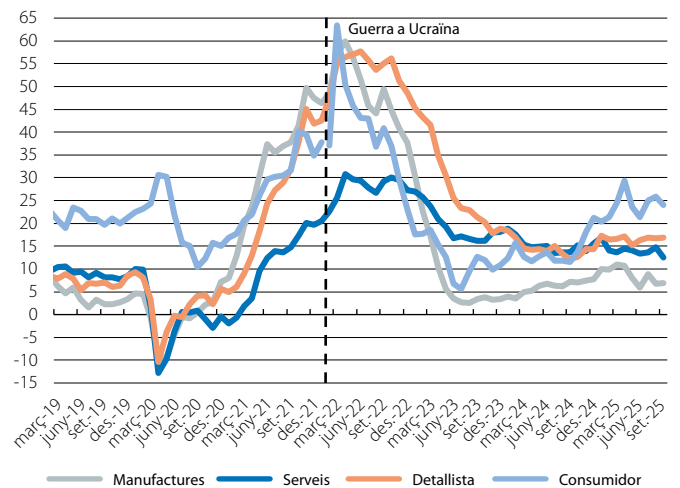
Índex (>50 expansió; <50 contracció)



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

### Zona de l'euro: expectatives de preus

(Balanç de respostes)



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

**Els EUA continuen sorprenent pel seu dinamisme, tot i que es refreda el mercat de treball.** L'economia nord-americana continua mostrant poques evidències de l'impacte de la pujada dels aranzels. Per començar, la revisió final del PIB llança un creixement per al 2T del 0,95% intertrimestral, en relació amb el 0,8% publicat inicialment, gràcies a un consum privat que continua robust (el +0,6%), secundat per una inversió en capital fix molt dinàmica (l'1,1%) arran de l'embranchada de les inversions relacionades amb les noves tecnologies i amb la IA (equips informàtics, el +2,8%, i *software*, el +6,1%). A més a més, les últimes dades també apunten a un 3T vigorós. De fet, a l'agost, el consum privat va continuar tirant (les vendes al detall van tornar a pujar el 0,6% intermensual) i la producció industrial va mantenir el to. Amb tot això damunt la taula, els *trackers* de PIB de la Fed de Nova York i de la Fed d'Atlanta suggereixen que el PIB hauria avançat el 0,6%-0,9% intertrimestral en el 3T.

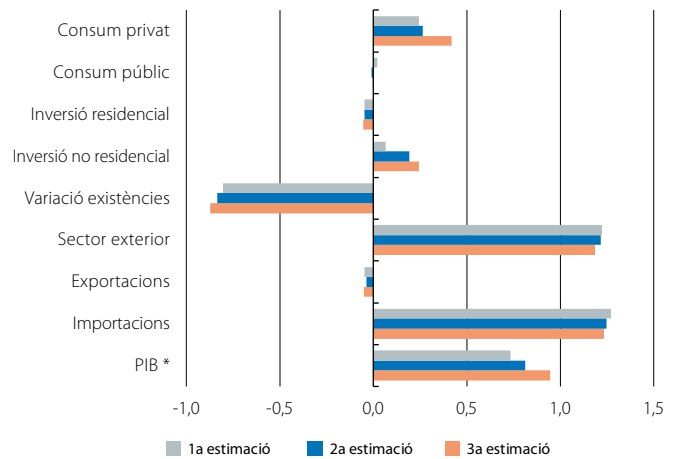
En aquest context de dinamisme econòmic, **la inflació continua mostrant una certa resistència a baixar:** a l'agost, la general va pujar 0,2 p. p., fins al 2,9%, amb una nucli que amb prou feines va repuntar 0,1 p. p., fins al 3,1%. Malgrat que aquestes xifres continuen per damunt de la referència del 2%, les dades suggereixen un impacte modest dels aranzels fins al moment, possiblement perquè les empreses estan absorbint una bona part de l'augment de costos que se'n deriven. No obstant això, les últimes dades del mercat de treball comencen a donar senyals d'esgotament. La revisió anual de l'estadística va llançar gairebé 911.000 llocs de treball menys en el període abril 2024-març 2025 del que havia mostrat inicialment, i, a l'agost, amb prou feines se'n van crear 22.000, en relació amb una mitjana superior als 100.000 en els quatre primers mesos de l'any, i amb una taxa d'atur que puja fins al 4,3%, en relació amb el 3,5% de l'inici de l'any.

A l'hora de tancar aquest informe, **el Govern federal dels EUA afronta un tancament** (*shutdown*), el primer en set anys, per la falta d'acord entre republicans i demòcrates per aprovar els pressupostos (el principal punt de fricció són les retallades de despesa en sanitat). Això implica que tots els serveis no essencials se suspenden mentre s'espera el nou pressupost. L'impacte sobre el creixement dependrà del temps que duri, però l'evidència històrica assenyalava que sol ser força petit, sobretot perquè una gran part de les pèrdues causades pel tancament es recuperen un cop es reobre. De fet, el tancament parcial del Govern de cinc setmanes entre el 2018 i el 2019, el més llarg de la història dels EUA, va tenir un cost, estimat per l'Oficina del Pressupost, d'uns 11.000 milions de dòlars (amb prou feines el 0,05% del PIB), pèrdues que es van recuperar en gairebé el 75% un cop es va reprendre el funcionament normal del Govern.

**La Xina manté la feblesa de la demanda interna.** Les vendes al detall van créixer el 3,4% interanual, en relació amb la mitjana del 5,4% del 2T. Aquesta pèrdua d'embranchada es prolongarà en els propers mesos: la despesa de les famílies es veurà llastada per l'esgotament de l'efecte dels incentius fiscals, que van estimular la compra de béns duradors al començament d'enguany. Per la seva banda, la producció industrial va mantenir ritmes de creixement resistents, del 5,2% interanual, tot i que 1 p. p. per sota de la mitjana del 2T, i, d'ara endavant, s'enfronta al repte d'un entorn exterior més exigent. De fet, a l'agost, les exportacions xineses van créixer el 4,8% interanual (en relació amb un augment del 7,4% interanual en el 2T), llastades per la reculada de gairebé el 33% interanual en les exportacions als EUA.

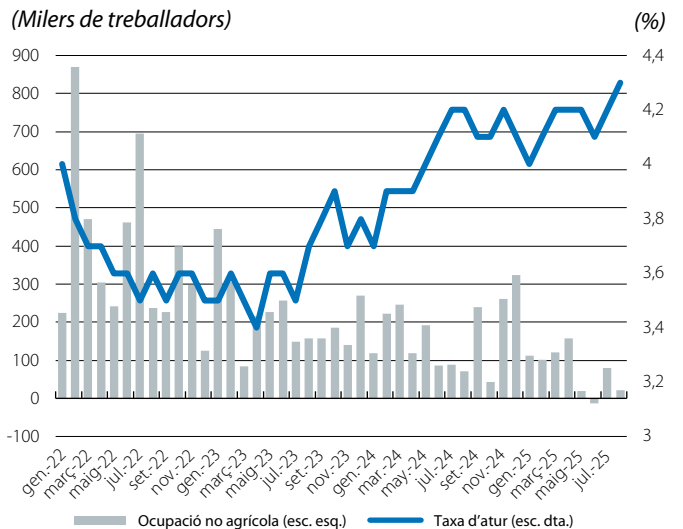
**EUA: components del PIB 2T 2025**

Contribució al creixement intertrimestral sense anualitzar (p. p.)



**Nota:** \* Variació intertrimestral sense anualitzar (%).  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

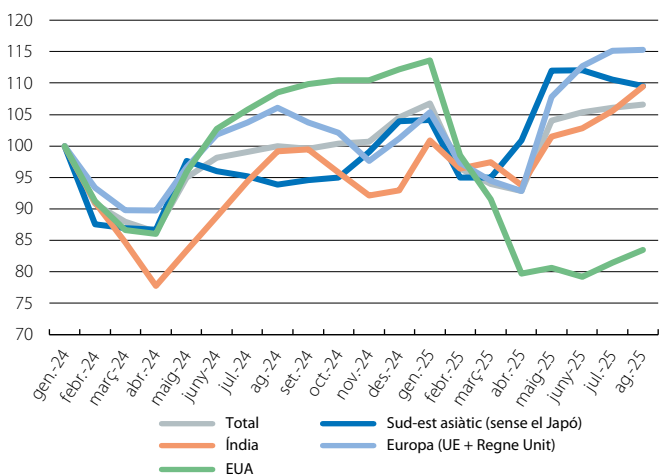
**EUA: mercat laboral**



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

**Xina: exportacions de béns\***

(100 = gener 2024)



**Nota:** \* Mitjana de 3 mesos.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

## Dimensió empresarial i bretxes de productivitat a la UE

La Comissió Europea va proposar al maig la definició d'una nova categoria empresarial en funció de la seva dimensió, les anomenades *small mid-caps*. Aquestes empreses, entre 250 i 750 treballadors i amb una facturació anual entre els 50 i els 150 milions d'euros, se situen en la transició entre les mitjanes i les grans. L'objectiu és que es puguin beneficiar d'una regulació més proporcionada que faciliti el salt d'escala en el teixit productiu europeu, una idea sobre la qual l'informe Draghi va posar l'accent per recuperar competitivitat a escala global. La menor dimensió empresarial és especialment acusada en alguns països de la UE, com Grècia, Itàlia, Portugal i Espanya. En aquest article, ens centrem en la lectura que aquest fet diferencial pot tenir sobre les disparitats en productivitat, amb les quals la dimensió empresarial guarda una relació positiva.

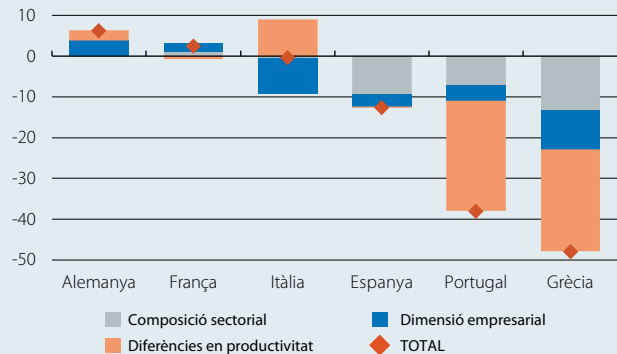
### L'associació positiva entre dimensió i productivitat

Les diferències de productivitat entre països poden ser degudes a divergències en les condicions generals d'eficiència d'una economia –com el marc institucional o legal– o a estructures productives amb característiques diferents, a nivell sectorial o empresarial.<sup>1</sup> Mitjançant una senzilla descomposició estadística, podem aproximar la contribució de cada element a les diferències de productivitat entre països europeus i amb el conjunt de la UE (vegeu el primer gràfic).<sup>2</sup> Així, per exemple, pel que fa a les quatre grans economies, Alemanya i França mostren una caracterització similar: la seva productivitat per persona empleada<sup>3</sup> supera la mitjana europea gràcies a una distribució concentrada en empreses més grans que a la resta de la UE, aspecte associat a una major productivitat (vegeu el segon gràfic).<sup>4</sup>

En canvi, aquest factor té una contribució negativa a Espanya i, en especial, a Itàlia. En el cas espanyol, a més a més, la composició sectorial també és desfavorable, mentre que, a

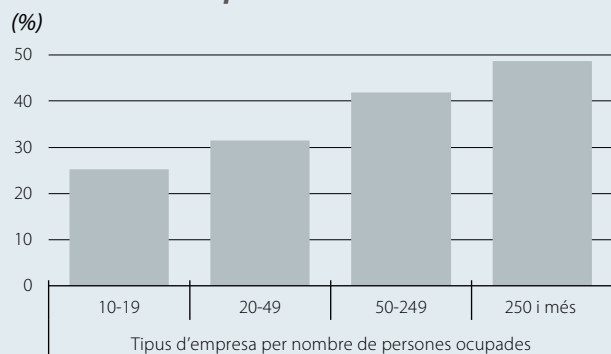
### Productivitat per persona ocupada en relació amb la UE el 2022

Descomposició per factors (%)



**Notes:** Dades en euros ajustats per paritat de poder adquisitiu. Càlcul sobre 16 seccions CNAE (el total de l'economia menys el sector agrari i les Administracions públiques).  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Diferencial de productivitat en relació amb les microempreses



**Notes:** Les microempreses compten amb menys de 10 persones ocupades. Coeficients obtinguts d'una regressió lineal del logaritme de la productivitat per empleat del 2022 en euros ajustats per paritat de poder adquisitiu utilitzant variables categòriques de país, de sector i de tipus d'empresa per dimensió.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Itàlia, el major pes d'empreses més petites (i menys productives) es compensa amb nivells generals de productivitat superiors als de la UE. Entre els Estats membres, destaquen Portugal i Grècia, on els tres components –estructura sectorial, dimensió empresarial i eficiència general– contribueixen de manera significativa a explicar una productivitat notablement inferior a la de la mitjana europea.

### Les empreses grans i de manufactures són claus per a la innovació

Una mesura estàndard de la dimensió empresarial és la ràtio entre el nombre de persones ocupades i el nombre total d'empreses. No obstant això, aquesta mètrica introdueix un biaix considerable quan la presència d'autònoms o de microempreses en el teixit productiu és àmplia i centra el focus a la part baixa de la distribució. Una alternativa, consistent, a més a més, en la descomposició prèvia de productivitat, és calcular la dimensió mitjana ponderada pel percentatge de persones ocupades a cada categoria, que ens

1. Vegeu, entre altres referències, Bartelsman, E. J. i Doms, M. (2000), «Understanding productivity: Lessons from longitudinal microdata»; Melitz, M. J. (2003), «The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity»; i Restuccia, D. i Rogerson, R. (2017), «The causes and costs of misallocation».

2. La productivitat d'un país es pot expressar com la mitjana de la productivitat a cada parell sector-dimensió empresarial ponderada pel nombre d'empleats en aquest parell. D'aquesta manera, la diferència de productivitat entre dos països es pot descompondre en la contribució de les diferències en: i) el percentatge d'ocupació per dimensió empresarial dins un sector; ii) el percentatge d'ocupació per sector, i iii) el nivell de productivitat per a cada parell sector-dimensió empresarial. La formulació completa es pot consultar al capítol 7.2 de Bauer, P. et al. (2020), «Productivity in Europe: Trends and drivers in a service-based economy».

3. Segons la definició d'Eurostat, el nombre de persones empleades d'una empresa inclou els treballadors per compte d'altri, els propietaris i els socis que treballen, i els treballadors familiars no remunerats.

4. El debat sobre la causalitat entre dimensió empresarial i productivitat no està tancat i es poden trobar referències en les dues direccions. Així, per exemple, l'estudi de Moral-Benito, E. (2016), «Growing by learning: firm-level evidence on the size-productivity nexus» defensa, per a Espanya, que la distribució esbiaixada cap a les empreses més petites i no a l'inrevés explica el baix creixement de la productivitat.

acosta més a la capacitat productiva real de l'economia. A tall d'exemple, si una economia compta amb 100 empreses d'un treballador i una empresa de 100 treballadors, la primera mesura ens donaria una dimensió mitjana d'1,98 i la segona, de 50,5, una diferència substancial.

Per als països analitzats més amunt, la dimensió mitjana ponderada de les empreses a França, amb 750 persones ocupades, és la més elevada. Tot seguit, se situen, a una certa distància, Alemanya, amb 530, i Espanya, amb 400, mentre que no superen les 300 a Itàlia i a Portugal, i Grècia tanca amb menys de 150 (vegeu el tercer gràfic). Les diferències per sectors són també notables, i presenten una dimensió sensiblement superior a la mitjana els serveis administratius i auxiliars, les activitats de transport i logística, i els serveis d'informació i comunicació, mentre que, en general, la dimensió és inferior a les empreses de construcció, a l'hoteleria i a les activitats professionals i tècniques.<sup>5</sup> Pel que fa a la dispersió per països dins un mateix sector, les diferències més grans es troben als sectors de manufactures i de serveis de transport, amb una dimensió mitjana a Alemanya i a França que duplica amb escreix els registres dels altres Estats membres considerats. En aquests casos, sembla que la major dimensió d'aquestes economies permetria explotar la importància que té l'escala als dos sectors.

En el cas de les manufactures, més enllà de l'associació positiva entre dimensió i productivitat que hem fet més amunt, la divergència en la dimensió empresarial té també una lectura en termes d'innovació i de progrés tecnològic per al conjunt de l'economia. Així, el percentatge de valor afegit que dediquen les empreses a despesa en recerca i desenvolupament varia de manera substancial en funció de la seva dimensió, i s'observen els salts més grans entre el segment de les microempreses i el de les empreses petites i entre el segment de les mitjanes i el de les grans (vegeu el quart gràfic). Per al conjunt de la UE, les empreses més grans executen dos terços de la despesa en R+D, amb prop del 80% de finançament provinent del propi sector empresarial i amb les activitats manufactureres com a principal sector inversor (el 60% a la UE i per damunt del 80% a Alemanya).

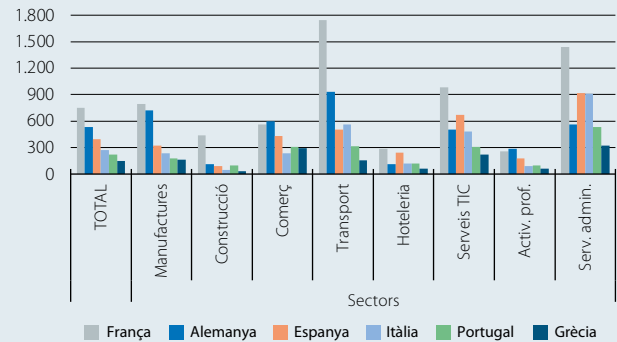
**A la recerca d'un bon equipament per escalar**

L'associació positiva entre dimensió empresarial i productivitat avalaria la reducció de la càrrega reguladora proposada al maig per la Comissió Europea per facilitar el salt d'escala en el teixit productiu i suavitzaria l'efecte discret que tenen les regulacions en funció de la dimensió de la companyia.<sup>6</sup> Més enllà d'aquest element, i ateses les grans diferències que persisteixen entre els Estats membres i entre el conjunt de la UE i els EUA, aquest pas s'hauria de comple-

5. Sobre les diferències de dimensió empresarial mitjana per sectors, es pot consultar Berlingieri, G., Calligaris, S. i Criscuolo, C. (2018), «The productivity-wage premium: Does size still matter in a service economy?», AEA Papers and Proceedings.  
 6. Vegeu Guner, N., Ventura, G. i Xu, Y. (2008), «Macroeconomic implications of size-dependent policies», Review of Economic Dynamics, volum 11, capítol 4.

**Dimensió empresarial mitjana ponderada per sector el 2023**

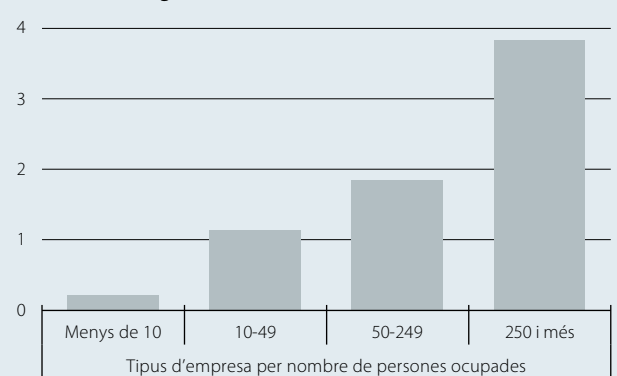
*Persones ocupades (nombre)*



**Notes:** Dimensió mitjana ponderada pel percentatge de persones ocupades en cada tipus d'empresa en un sector. Cinc tipus d'empreses: de menys de 10 empleats, de 10 a 19, de 20 a 49, de 50 a 249 i de 250 i més. Els sectors es corresponen amb les seccions NACE. El total de l'economia exclou el sector agrari i les Administracions públiques.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

**UE: despesa en R+D per dimensió empresarial el 2021**

*(% del valor afegit)*



**Nota:** Càlcul sobre l'agregat per als 27 països membres.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

mentar amb una bateria addicional de mesures a nivell nacional i comunitari. Així, entre els factors que condicionen la distribució de les empreses per dimensió, s'ha assenyalat el paper significatiu que juga el marc institucional, amb l'eficiència judicial i governamental com a factor especialment favorable per incrementar la dimensió empresarial, en un grau més alt a les activitats innovadores i intensives en capital.<sup>7</sup> En aquest sentit, els països amb un major pes de les empreses petites presenten pitjors indicadors en aspectes com la qualitat reguladora o la protecció dels drets de propietat.<sup>8</sup> D'altra banda, a nivell comunitari, seguint el camí marcat pels informes Letta i Draghi, la Brúixola de la Competitivitat presentada al gener per la Comissió té, entre les seves grans prioritats, avançar en una major integració del

7. Vegeu Kumar, K. B., Rajan, R. G. i Zingales, L. (1999), «What determines firm size?», NBR Working Paper, 7.208.  
 8. Bauer, P. et al. (2020), «Productivity in Europe: Trends and drivers in a service-based economy», inclou, al capítol 7.2, una anàlisi amb múltiples variables institucionals i diferents definicions de dimensió empresarial.

mercat únic, inclosos els mercats de capitals.<sup>9</sup> En eliminar els obstacles que condicionen la seva fragmentació, s'afavoreix l'activitat transfronterera de les empreses europees i es facilita un salt d'escala que, per a alguns sectors, és crucial per competir globalment. Rere aquest element, es troba també el debat que ja s'ha iniciat a la UE sobre una possible revisió de les normes de competència, en les quals la discussió política buscarà un difícil equilibri entre eficiència i benestar.

*David Martínez Turégano*

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

## El turisme europeu després de la pandèmia: recuperació desigual i nous desafiaments

El sector turístic va ser un dels més afectats globalment per la pandèmia de COVID-19. De fet, avui dia, un bon nombre de països encara no han recuperat l'afluència de visitants internacionals que tenien el 2019, principalment a la regió d'Àsia-Pacífic. En aquest difícil context, destaca el millor comportament agregat de la demanda turística a la UE, tot i que amb una marcada heterogeneïtat, en què destaca la reactivació de les economies de la zona mediterrània en relació amb una demanda menys favorable als països de l'est. Repassem aquí l'evolució recent i els reptes en un sector tan rellevant per a l'economia europea.<sup>1</sup>

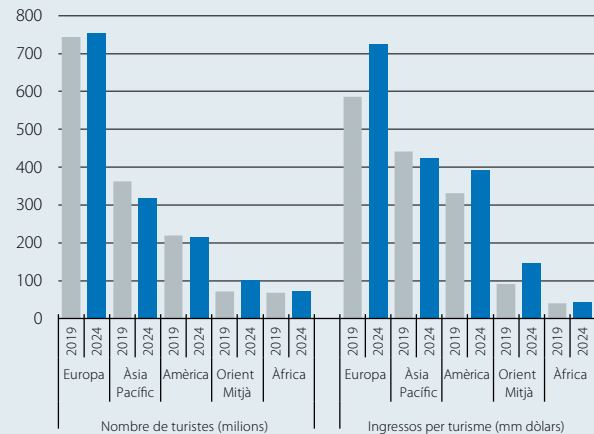
### La demanda internacional agafa el relleu del turisme domèstic en una carrera d'obstacles

El nombre de turistes internacionals va recuperar el 2024 els nivells que havia mostrat abans de la pandèmia de COVID-19 (prop de 1.500 milions el 2019, segons l'Organització Mundial del Turisme). No obstant això, per regions, el panorama és més heterogeni, amb la zona Àsia-Pacífic encara el 12% per sota dels nivells del 2019, mentre que l'Orient Mitjà destaca amb una xifra el 40% superior, beneficiat per l'oferta creixent de negocis i d'esdeveniments esportius (vegeu el primer gràfic). A Europa, l'any passat, el nombre de turistes internacionals va superar en 12 milions els registrats el 2019 i mostra un increment acumulat dels ingressos pròxim al 25%, tot i que aquest últim és nominal i s'explica, en gran part, per la inflació en aquest període.

El segment internacional del turisme va ser el més afectat durant el 2020 i el 2021 per les restriccions a la mobilitat. A la UE, el nombre de persones i de pernoctacions en establiments turístics per part d'estrangers va recular el 70% en relació amb el 2019 i només va recuperar els nivells previs a la pandèmia el 2023, a mesura que la demanda s'acabava de normalitzar en mercats rellevants com la Xina (vegeu el segon gràfic). No obstant això, la seva reactivació no ha estat exempta d'obstacles, com la guerra a Ucraïna, l'encariment del transport aeri i dels serveis d'hoteleria i, més recentment, l'afectació dels vols derivada de la tensió a l'Orient Mitjà i l'increment de la incertesa global. En comparació, la demanda nacional va recular el 30%-40% i ja el 2022 havia recuperat els nivells previs a la pandèmia, tot i que, de llavors ençà, ha mostrat un creixement moderat en un context en què la pèrdua acumulada de poder adquisitiu de les llars europees s'ha començat a corregir només de manera recent.

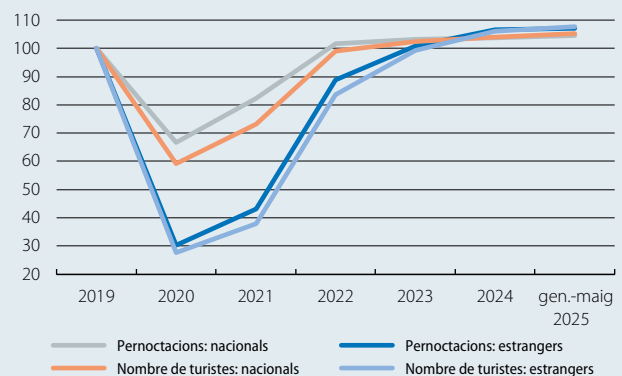
1. Segons les dades i la metodologia del Consell Mundial de Viatges i Turisme, el sector turístic representaria al voltant del 10% del PIB europeu i prop de 25 milions de llocs de treball. Aquesta xifra inclou els efectes directes, indirectes i induïts.

### Turisme internacional per regions de destinació



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Organització Mundial del Turisme.

### Allotjament en establiments turístics de la UE Índex (100 = 2019)



Notes: La dada del gener al maig del 2025 es calcula aplicant a la xifra anual del 2024 la variació interanual mitjana per a aquests mesos. Els establiments turístics inclouen els hotels, els apartaments i els càmpings.

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

### Més enllà del cas espanyol: la zona mediterrània lidera l'impuls del turisme europeu

Les xifres agregades per a la UE oculten una notable heterogeneïtat en el grau de recuperació de la demanda turística internacional als Estats membres. Així, mentre que un nodrit grup (majoritàriament, països de la zona mediterrània) mostra un increment significatiu de les pernoctacions d'estrangers en relació amb els nivells del 2019, un altre grup encara estava el 2024 lluny dels nivells previs a la pandèmia, en especial Bulgària i les repúbliques bàltiques, amb una elevada dependència històrica del mercat rus (vegeu el tercer gràfic). Entre les grans economies de la UE, la recuperació és destacable en els casos d'Espanya (el 15% més de pernoctacions d'estrangers en l'últim any en rela-

ció amb el 2019)<sup>2</sup> i d'Itàlia (el 12%), que sobresurten pel dinamisme en el context global del sector, mentre que l'avanç ha estat molt més contingut a França i no s'ha completat encara en el cas d'Alemanya.

La reactivació del turisme internacional a la zona mediterrània ha tingut un impacte macroeconòmic significatiu en els últims anys, ha estat clau perquè el PIB recuperés els nivells previs a la pandèmia i ha contribuït a la creació d'ocupació i a la millora de la seva balança per compte corrent. Per al conjunt d'aquests països, el seu tradicional superàvit exterior per serveis turístics es va situar el 2023 i el 2024 per damunt del 2% del PIB i va superar el registre del 2019 (vegeu el quart gràfic). En canvi, el grup que mostrava abans de la pandèmia un saldo positiu (en el qual destaquen, per volum, Àustria, Hongria i Polònia) va registrar l'any passat unes exportacions netes de turisme equivalents al 0,8% del PIB, la meitat que el 2019.

### I ara què? Una nova etapa per al turisme europeu

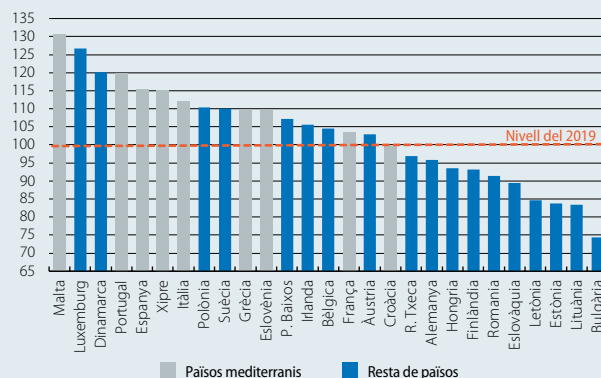
L'Organització Mundial del Turisme preveu per al 2025 un increment del nombre de turistes internacionals entre el 3% i el 5%,<sup>3</sup> i les perspectives a mitjà termini també són favorables i continuen tenint el suport de la combinació d'una elevada elasticitat de la demanda en relació amb la renda i de l'expansió de les classes mitjanes als països emergents.<sup>4</sup> La materialització d'aquest escenari estarà condicionada, en gran part, pel fet que l'actual incertesa econòmica i geopolítica global moderi la seva intensitat, i encara cal veure com l'escalada de preus dels últims anys és compensada per una preferència creixent dels consumidors per l'oci i, en particular, pels viatges.

A la UE, el sector turístic emergeix dels anys de recuperació després de la pandèmia amb un saldo generalment positiu i sembla que pot aprofitar les bones perspectives de demanda global. No obstant això, el panorama no és homogeni ni està exempt de reptes. Les necessitats per països han anat adquirint matisos més específics en relació amb les solucions globals plantejades el 2020 arran dels efectes de la COVID-19. Avui els debats recorren un ampli espectre, des dels dubtes sobre la sostenibilitat de la demanda actual –allà on ha crescut més en els últims anys o on està més exposada als rigors del canvi climàtic– a aquelles zones sacsejades pel conflicte bèl·lic a Ucraïna o les destinacions amb una oferta turística més vulnerable a la competència global.

Amb l'objectiu de transformar el model turístic per mantenir la competitivitat, la Comissió Europea presentarà, en

### Pernoctacions d'estrangers en establiments turístics per països de la UE

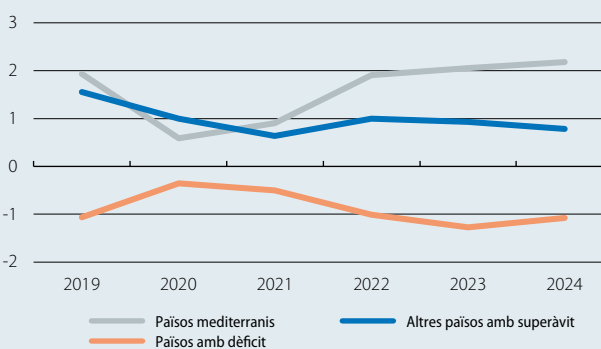
(% del 2019)



**Notes:** Dada dels 12 últims mesos fins al maig del 2025 en percentatge del valor per al 2019. Els establiments turístics inclouen els hotels, els apartaments i els càmpings.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Balança de pagaments per serveis turístics a la UE

Saldo net (% del PIB)



**Notes:** Països mediterranis inclou: Xipre, Croàcia, Eslòvènia, Espanya, França, Grècia, Itàlia, Malta i Portugal. Altres països amb superàvit inclou: Àustria, Bulgària, la República Txeca, Esllovàquia, Estònia, Hongria, Letònia, Luxemburg i Polònia. Països amb dèficit inclou: Alemanya, Bèlgica, Dinamarca, Finlàndia, Irlanda, Lituània, els Països Baixos, Romania i Suècia.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

els propers mesos, l'Estratègia de Turisme Sostenible, que inclourà, entre altres prioritats, la desestacionalització de la demanda, la diversificació de les destinacions, la millora de la qualitat de l'ocupació i el major ús de dades (IA) per a la gestió turística. S'unirà, així, a altres iniciatives que busquen donar resposta als desafiaments del sector, com els objectius de reducció d'emissions en el transport o els requeriments de certificació ambiental per a allotjaments inclosos en el Pacte Verd Europeu, l'harmonització normativa per a lloguers de curta durada aprovada el 2024 o l'entrada en vigor d'una nova autorització digital d'entrada al final del 2026 per reforçar la seguretat a les fronteres.

David Martínez Turégano

2. Una radiografia detallada de les tendències del sector turístic a Espanya es pot llegir a l'[Informe Sectorial de Turisme](#) que CaixaBank Research publica amb una freqüència semestral.  
3. Vegeu el Baròmetre de Turisme Mundial publicat al maig d'enguany.  
4. Vegeu l'article [«Què ens diuen les elasticitats de la demanda turística internacional sobre el creixement del sector turístic a Espanya?»](#), a l'[Informe Sectorial de Turisme](#) del 1S/2025.

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

## ESTATS UNITS

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
<b>Activitat</b>									
PIB real	2,9	2,8	2,8	2,4	2,0	2,1	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	5,2	3,4	3,5	4,1	4,8	4,9	4,6	5,4	...
Confiança del consumidor (valor)	105,4	104,5	102,2	110,6	99,8	93,1	98,7	97,8	94,2
Producció industrial	0,2	–0,3	–0,4	–0,3	1,2	0,9	1,3	0,9	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	47,3	48,2	50,1	48,7	48,0	48,7	49,1
Habitatges iniciats (milers)	1.421	1.371	1.338	1.387	1.401	1.354	1.429	1.307	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	312	330	332	336	340	338	337	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,3	60,1	60,0	59,9	60,0	59,8	59,6	59,6	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,0	–2,8	–2,9	–3,0	–3,5	–3,6	–3,5	...	...
<b>Preus</b>									
Inflació general	4,1	3,0	2,6	2,7	2,7	2,4	2,7	2,9	...
Inflació nucli	4,8	3,4	3,2	3,3	3,1	2,8	3,1	3,1	...

## JAPÓ

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
<b>Activitat</b>									
PIB real	1,2	0,1	0,8	1,2	1,7	1,7	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	35,1	37,2	36,9	36,1	34,7	32,8	33,7	34,9	35,3
Producció industrial	–1,4	–3,0	–1,8	–2,5	2,5	0,8	–0,4	0,4	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	13,0	14,0	12,0	13,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3	...	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,1	–1,0	–0,9	–0,7	–0,6	...	...
<b>Preus</b>									
Inflació general	3,3	2,7	2,8	2,9	3,8	3,4	3,0	2,7	...
Inflació subjacent	3,9	2,4	2,0	2,3	2,7	3,2	3,4	3,3	...

## XINA

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
<b>Activitat</b>									
PIB real	5,4	5,0	4,6	5,4	5,4	5,2	–	–	–
Vendes al detall	7,8	3,3	2,7	3,8	3,6	4,4	3,7	3,4	...
Producció industrial	4,6	5,6	5,0	5,6	6,8	6,2	5,7	5,2	...
PMI manufactures (oficial)	49,9	49,8	49,4	50,2	49,9	49,4	49,3	49,4	49,8
<b>Sector exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	865	997	898	997	1.086	1.146	1.159	1.169	...
Exportacions	–5,1	4,6	5,4	10,0	5,7	6,0	7,1	4,3	...
Importacions	–5,5	1,0	2,1	–1,8	–6,9	–0,9	4,1	1,3	...
<b>Preus</b>									
Inflació general	0,2	0,2	0,5	0,2	–0,1	0,0	0,0	–0,4	...
Tipus d'interès de referència <sup>3</sup>	3,5	3,1	3,4	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi per dòlar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,1

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

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

## ZONA DE L'EURO

## Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
Vendes al detall (variació interanual)	-1,9	1,2	2,1	2,2	2,0	2,7	2,2	...	...
Producció industrial (variació interanual)	-1,6	-3,0	-1,8	-1,6	1,5	1,4	1,8	...	...
Confiança del consumidor	-17,4	-14,0	-13,0	-13,5	-14,1	-15,7	-14,7	-15,5	-14,9
Sentiment econòmic	96,2	95,7	96,0	95,1	95,5	94,4	95,8	95,3	95,5
PMI manufactures	45,0	45,9	45,5	45,4	47,6	49,3	49,8	50,7	49,8
PMI serveis	51,2	51,5	52,1	50,9	51,0	50,1	51,0	50,5	51,3
<b>Mercat de treball</b>									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,4	1,2	1,0	0,8	0,7	0,6	-	-	-
<b>Taxa d'atur</b> (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	6,3	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,1	3,4	3,4	3,4	3,6	3,7	3,7	3,7	...
França (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,3	7,4	7,5	7,5	7,5	...
Itàlia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,3	6,2	6,3	6,3	5,9	6,0	...
<b>PIB real</b> (variació interanual)	0,5	0,8	0,9	1,3	1,6	1,5	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-0,7	-0,5	-0,6	-0,2	0,2	0,2	-	-	-
França (variació interanual)	1,6	1,1	1,1	0,6	0,6	0,8	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	0,8	0,5	0,5	0,6	0,7	0,4	-	-	-

## Preus

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
General	5,5	2,4	2,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,2
Nucli	5,0	2,8	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,3

## Sector exterior

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
<b>Saldo corrent</b>	2,0	3,3	3,4	3,3	3,0	3,6	5,3	...	...
Alemanya	5,5	5,8	6,3	5,8	5,4	6,6	9,7	...	...
França	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	-0,7	...	...
Itàlia	0,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,6	2,6	...	...
<b>Tipus de canvi efectiu nominal<sup>1</sup></b> (valor)	94,7	95,0	95,5	94,2	93,5	96,8	98,4	98,3	98,7

## Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
<b>Finançament del sector privat</b>									
Crèdit a les societats no financeres <sup>2</sup>	2,7	0,8	1,0	1,4	2,2	2,6	2,8	3,0	...
Crèdit a les llars <sup>2,3</sup>	1,7	0,5	0,5	0,9	1,5	2,1	2,4	2,5	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres <sup>4</sup> (%)	4,6	4,9	4,9	4,4	3,9	3,4	3,3	3,1	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge <sup>5</sup> (%)	4,4	4,6	4,7	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	...
<b>Dipòsits</b>									
Dipòsits a la vista	-8,5	-3,9	-2,5	1,2	3,6	5,3	5,6	5,6	...
Altres dipòsits a curt termini	21,1	12,3	10,5	6,0	2,3	-0,1	-0,8	-1,4	...
Instrumentos negociables	20,3	20,3	22,1	18,6	15,7	10,4	6,1	2,6	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	2,7	3,0	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7	1,7	...

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

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

## L'economia espanyola desafia l'entorn global i sorprèn a l'alça

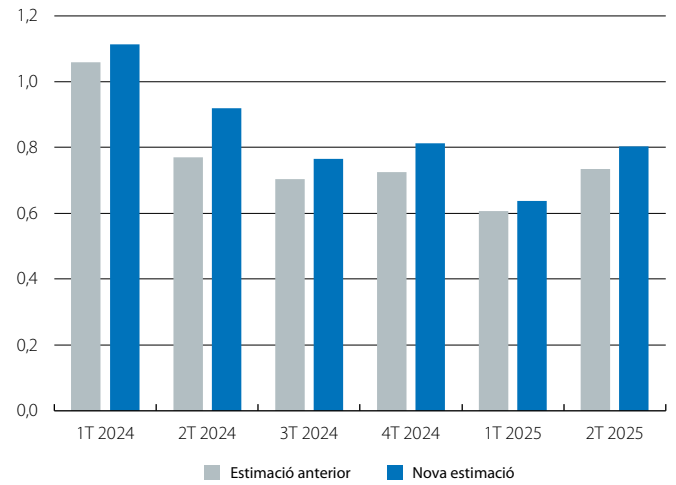
L'economia espanyola continua mostrant un notable dinamisme, amb un comportament millor del que es preveia, impulsada per la demanda interna (tant pel consum privat com per la inversió), gràcies, entre altres factors, a una sòlida situació financera de les famílies i de les empreses, a unes condicions de finançament favorables, a la normalització de la inflació i a la fortalesa del mercat laboral.

Aquest bon funcionament ha superat les expectatives inicials i, fins i tot, ha compensat l'impacte negatiu d'un augment superior al previst dels aranzels dels EUA. A més a més, l'INE ha revisat a l'alça les seves estimacions prèvies de PIB: ha incrementat el seu nivell el 0,5% i el creixement per a l'any 2024, el 3,5%, des del 3,2% anterior, la qual cosa introdueix un efecte arrossegament positiu sobre les previsions. Com a resultat, hem ajustat la previsió de creixement del PIB per al 2025 al 2,9%, 5 dècimes més que a l'anterior estimació, i al 2,1% per al 2026, 1 dècima més que abans (vegeu el Focus «[Nou escenari econòmic espanyol: dinamisme en un entorn fràgil](#)», en aquest mateix informe).

**La revisió estadística de l'INE millora el punt de partida.** L'INE ha incrementat el creixement intertrimestral del PIB del 2T 2025 en 0,1 p. p., fins al 0,8%, en relació amb el 0,6% del trimestre anterior, la qual cosa evidencia que l'economia espanyola va ser, fins i tot, capaç d'intensificar el ritme de creixement en un entorn global poc propici. A més a més, a les noves estimacions, l'INE també revisa a l'alça els creixements trimestrals de la major part del 2024. Amb la nova fotografia, la demanda interna se situa el 9,0% per damunt del nivell del 4T 2019, en relació amb el 8,3% estimat amb anterioritat, impulsada, principalment, per la inversió, que es troba ara l'11,4% per damunt del nivell pre pandèmia, en lloc del 6,8%. Això és fruit de la forta revisió de la inversió en construcció no residencial, que passa d'estar el 0,5% per sota al 9,4% per damunt.

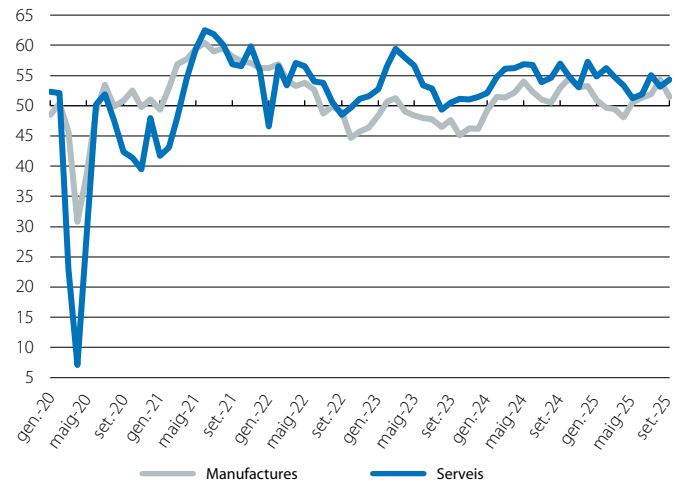
**L'activitat prolonga el seu dinamisme en el 3T 2025,** amb els PMI consolidats en zona expansiva, amb el turisme marcant màxims i amb l'ocupació creixent a bon ritme. El PMI del sector serveis ha augmentat fins a situar-se en 54,2 punts de mitjana en el 3T, 2 punts més que en el trimestre anterior, amb el suport de la fortalesa de la demanda, en especial de les activitats comercials, que, al seu torn, es veuen impulsades per un sector turístic que, tot i normalitzar el ritme de creixement, continua marcant màxims. En aquest sentit, al juliol-agost, van arribar al nostre país 22,3 milions de turistes estrangers, que van gastar 32.842 milions d'euros, la qual cosa representa un creixement del 2,3% i del 6,4% interanual, respectivament (vegeu el Focus «[El sector turístic tanca una temporada alta amb xifres sòlides](#)», en aquest mateix informe). Pel que fa a la indústria, l'índex PMI del sector manufacturer se situa, en la mitjana del juliol-setembre, en 52,6 punts (50,0 en el 2T). Després del convuls context internacional dels mesos anteriors, tant la producció com les noves comandes milloren en un context d'enfortiment de les expectatives. Per la seva banda, el mercat laboral continua sent un dels pilars del creixement, i l'afiliació a la Seguretat Social avança a un ritme interanual del 2,4% al setembre, és a dir, 500.000 treballadors més que un any enre.

### Espanya: PIB Variació intertrimestral (%)



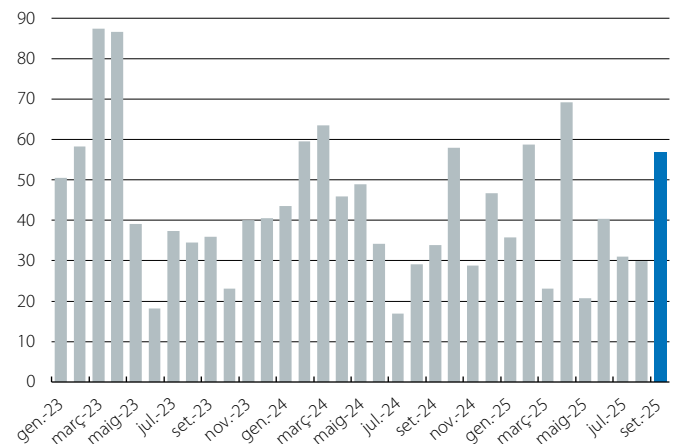
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

### Espanya: PMI Índex (>50 expansió; <50 contracció)



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

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



Nota: Sèrie desestacionalitzada.

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

Aquesta fortalesa del mercat laboral s'ha traduït en un notable ritme de creixement de la renda bruta disponible (RBD) de les llars, que, en el 2T, va créixer el 6,0% interanual, impulsada per un avanç de la remuneració dels assalariats del 7,0%, i lleugerament per damunt de l'augment de la despesa de les famílies (el 5,9%). D'aquesta manera, la taxa d'estalvi, en termes acumulats dels quatre últims trimestres, augmenta fins al 12,8% de l'RBD, en relació amb el 12,6% del trimestre anterior, un registre que es manté molt per damunt de la mitjana del 2015-2019 (el 7,2%), la qual cosa enforteix la capacitat futura de despesa de les famílies.

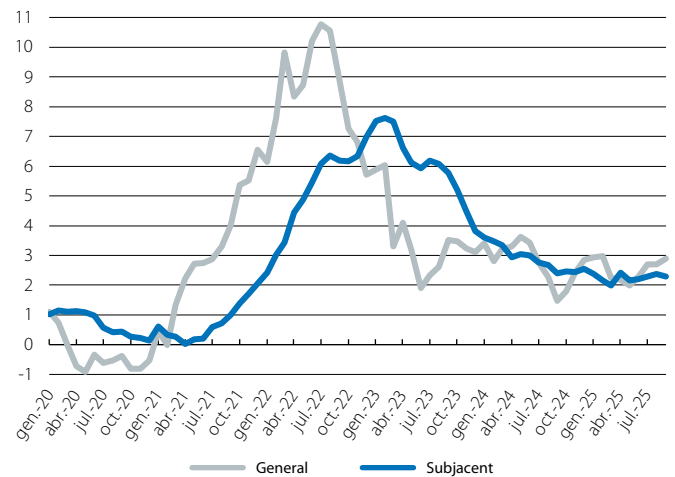
**Pel costat del consum, els indicadors més recents apunten a una moderació dels ritmes d'avanç, després d'un 2T molt dinàmic.** Així, l'indicador de CaixaBank Research mostra un creixement del 2,7% interanual en el 3T de l'activitat de les targetes espanyoles, en relació amb el ritme del 4,3% del trimestre anterior, tot i que amb un perfil de menys a més al llarg del trimestre. Senyals més positives transmeten les matriculacions de turismes, el creixement de les quals s'accelera en el 3T fins al 16,9% interanual (el 13,7% anterior), el més intens des del 1T 2023, mentre que, en termes anualitzats, les matriculacions superen els 1,1 milions d'unitats, la xifra més alta des d'abans de l'esclat de la pandèmia.

**Les pressions inflacionistes estan contingudes.** Segons l'indicador avançat de l'IPC, la inflació general va pujar 2 dècimes al setembre, fins a situar-se en el 2,9%, la taxa més alta des del febrer, però això va ser degut a un efecte base en els carburants i en l'electricitat, ja que els seus preus van baixar menys que al setembre del 2024. De fet, la inflació subjacent, que exclou l'energia i els aliments no elaborats, va baixar 1 dècima, fins al 2,3%. És probable que el repunt de la inflació iniciat al maig hagi arribat al seu final, i, de cara als propers mesos, en línia amb la contenció en els preus de l'energia i dels aliments frescos que anticipen els mercats, preveiem una senda descendent de la inflació fins a tancar l'any prop del 2%.

**El mercat de l'habitatge continua puixant.** Les compravendes van tornar a augmentar amb força al juliol (el 13,7% interanual) i van registrar un creixement generalitzat entre regions i per tipus d'habitatge, amb la demanda d'habitatge nou (el 22,3%) més dinàmica que la d'habitatge de segona mà (l'11,6%). Des de l'inici d'enguany, el balanç mostra un mercat residencial molt dinàmic, on les transaccions creixen el 19% i superen les 422.200 operacions, en els set primers mesos de més activitat des del 2007. Una política monetària més acomodaticia, el bon moment econòmic, la fortalesa del mercat laboral i el creixement demogràfic expliquen aquesta puixança de la demanda d'habitatge en relació amb una oferta que, tot i que s'ha reactivat, és insuficient. En els 12 últims mesos fins al maig, s'han visat 132.000 habitatges nous, en relació amb un ritme de creació de llars superior a les 190.000, segons l'Estadística Contínua de Població. En aquest context de desequilibri entre l'oferta i la demanda, els principals indicadors de preus de l'habitatge continuen creixent de manera notable. Aquest és el cas del valor de taxació de l'habitatge lliure publicat pel Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana (el 3,0% intertrimestral en el 2T vs. el 3,1% en el 1T) o del preu de l'habitatge de l'INE (el 4,0% intertrimestral vs. el 3,5% en el 1T).

**Espanya: evolució de l'IPC**

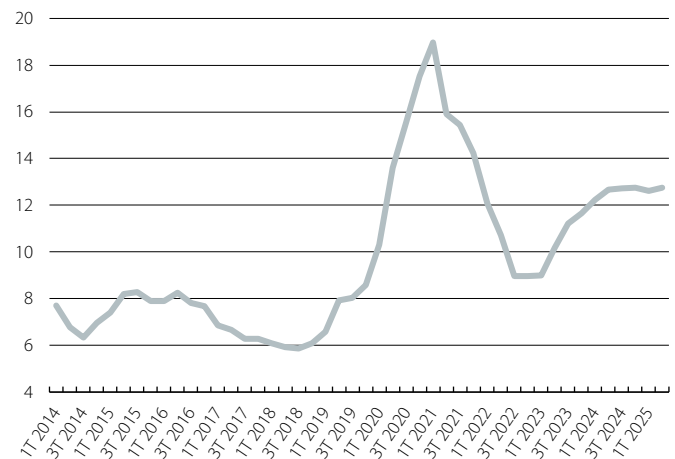
Variació interanual (%)



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

**Espanya: taxa d'estalvi de les llars**

(% sobre la renda bruta disponible)

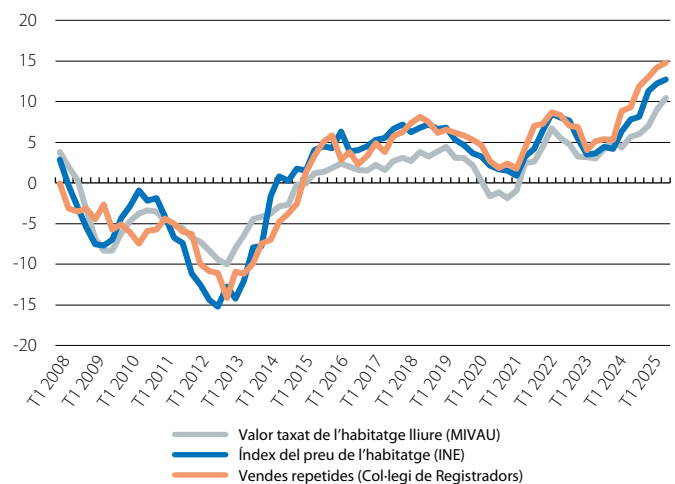


Nota: Dades acumulades de quatre trimestres.

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

**Espanya: preu de l'habitatge**

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, del Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana (MIVAU) i del Col·legi de Registradors.

## Nou escenari econòmic espanyol: dinamisme en un entorn fràgil

### L'economia parteix d'una posició millor del que s'esperava

L'economia espanyola ha sorprès positivament en la primera meitat del 2025. El PIB va créixer el 0,6% en el 1T i es va accelerar fins al 0,8% en el 2T, de manera que va superar les previsions inicials del 0,5%. A més a més, el creixement ha estat equilibrat i saludable, impulsat tant per la inversió com pel consum privat. Aquest bon funcionament guanya encara més rellevància si considerem el context internacional, marcat per l'augment de les tensions comercials amb els EUA i per la incertesa associada.

Les primeres dades del 3T fan pensar que l'activitat econòmica manté un bon ritme. Malgrat que el creixement de l'ocupació és una mica més moderat que en el trimestre anterior, continua sent significatiu, amb un avanç del 0,4% intertrimestral al juliol i a l'agost. El PMI compost ha millorat de forma notable i la temporada turística ha evolucionat una mica millor del que s'esperava.<sup>1</sup> L'única nota menys positiva prové del [Monitor de Consum de Caixa-Bank Research](#), que mostra una desacceleració en el creixement interanual del consum: el 2,7% amb dades fins a la tercera setmana de setembre, en relació amb el 4,3% del 2T. Malgrat tot, la valoració general dels indicadors és positiva, i es preveu un creixement del 0,6% intertrimestral en el 3T, 0,1 p. p. per damunt del que s'havia estimat amb anterioritat.

### Claus del nou escenari

Tot fa pensar que l'economia espanyola mantindrà un ritme de creixement dinàmic en els propers trimestres, amb el suport de la reducció dels tipus d'interès per part del BCE, d'un preu de l'energia en cotes moderades i del manteniment d'uns fluxos d'immigració relativament elevats. En aquest context, és probable que el consum privat i la inversió es consolidin com els motors del creixement.

Pel que fa al BCE, la inflació a la zona de l'euro ja ha assolit l'objectiu del 2%, i no es preveuen grans canvis en la seva evolució, de manera que tot fa pensar que els tipus es mantindran al voltant del 2%, un nivell clarament inferior al dels últims anys. El mercat només contempla la possibilitat d'una última baixada, que situaria el tipus *depo* en l'1,75% el 2026, per després tornar al 2% el 2027, o bé que el BCE mantingui el tipus *depo* en el 2% fins al final del 2025 i durant tot el 2026. En qualsevol cas, l'economia espanyola es continuarà beneficiant fins al final d'enguany i durant el 2026 del cicle de baixades de tipus.

En segon lloc, les previsions sobre el preu del petroli apunten a un lleuger descens fins al final de l'any: després de

vorejar els 68 dòlars/barril al setembre, el Brent baixaria als 65 dòlars/barril al desembre del 2025 i es mantindria al voltant d'aquest nivell durant el 2026. Així, el preu del petroli es consolidaria en nivells més baixos que els registrats en els últims anys, la qual cosa continuarà impulsant el creixement.

Quant als mercats exteriors, s'ha revisat lleugerament a l'alça el creixement previst per a l'economia mundial el 2025, del 2,9% al 3,1%, i el de la zona de l'euro per al 2025 i el 2026 en 0,1 p. p., fins a l'1,3% i l'1,2%, respectivament. Aquesta millora respon, principalment, al fet que les dades de creixement en el 1T i en el 2T van ser millors del que s'esperava. No obstant això, el ritme de creixement del nostre principal soci comercial continua sent modest, la qual cosa apunta al fet que les exportacions espanyoles mantindran un avanç contingut.

### Perspectives

En els últims trimestres, la resiliència de l'economia espanyola davant el context internacional advers ha sorprès positivament. A més a més, l'INE ha revisat a l'alça el perfil de creixement dels últims anys i, en especial, el dels últims trimestres. Tot plegat ens porta a revisar a l'alça la previsió de creixement d'enguany, del 2,4% previst en l'escenari anterior al 2,9%. De cara al 2026, continuem esperant una certa desacceleració en el ritme de creixement, però revisem la previsió en 0,1 p. p. a l'alça, fins al 2,1%.

En concret, entre el 2022 i el 2024, el creixement de l'economia espanyola es va basar, principalment, en el sector exterior, en especial en el turisme, i en menor grau en els serveis no turístics, en el consum públic i en l'augment de la població per la immigració. El 2025, les fonts de creixement s'han començat a orientar cap a la demanda interna, una tendència que s'espera que continuï el 2026.

Així, esperem que el consum privat mantingui un ritme de creixement dinàmic, impulsat pel descens dels tipus d'interès, per la recuperació del poder adquisitiu de les llars, gràcies a la normalització de la inflació i a la fortalesa del mercat laboral, i per la reducció gradual de la taxa d'estalvi. Per la seva banda, la inversió també es continuarà beneficiant dels tipus d'interès més baixos, de les bones perspectives econòmiques i del suport dels fons NGEU. Les dades dels tres últims trimestres ja apunten a l'inici d'un nou cicle inversor que es podria prolongar en el temps. Tant el consum privat com la inversió tenen marge per continuar creixent: en el 2T, el consum privat es va situar només el 5,3% per damunt del nivell del 4T 2019 i la inversió en equipament, el 5,1%, en relació amb el 9,4% del PIB. Si considerem l'augment de la població des del 2022, les xifres encara criden més l'atenció: el consum real *per capita* en el 2T 2025 amb prou feines supera en un

1. Vegeu el Focus «El sector turístic tanca una temporada alta amb xifres sòlides», en aquest mateix *Informe Mensual*.

1,0% el nivell previ a la pandèmia. Pel que fa a la inversió, una gran part de la recuperació prové de les Administracions públiques i de les llars: en el 2T 2025, la formació bruta de capital fix en aquests sectors es va situar, en termes nominals, el 76,3% i el 75,1% per damunt del nivell del final del 2019, mentre que, en el cas de les societats no financeres (SNF), l'augment va ser només del 12,8%. Si es té en compte que el deflactor de la formació bruta de capital fix ha pujat el 20,8% en el mateix període, en termes reals, la inversió de les SNF continua molt per sota del nivell pre-pandèmia, de manera que encara té molt marge de recuperació. Convé recordar que el sector de les SNF és el més intensiu en inversió i representa el 72% del total el 2019.

Malgrat les bones perspectives, s'espera que, el 2025 i el 2026, el creixement segueixi una senda de moderació a mesura que alguns dels factors favorables dels últims anys perdin força. Destaquen la normalització del creixement turístic, el menor impuls del consum públic i una moderació en els fluxos previstos de població. A tot plegat se sumen la feblesa persistent de l'economia europea i l'augment dels aranzels entre els EUA i la UE. Com a contrapès, el sector de la construcció podria compensar parcialment l'alentiment del turisme. Atesa la bretxa creixent entre la demanda i l'oferta al mercat immobiliari, es preveu que la construcció de nou habitatge s'acceleri el 2025 i el 2026. Aquesta tendència ja es reflecteix en les dades: els visats d'obra nova van créixer el 13,3% interanual en els 12 mesos fins al maig del 2025, en relació amb el 3,5% del mateix període de l'any anterior.

El 2026, es preveu que la inflació es continuï moderant i assoleixi el 2,0% de mitjana anual, després d'una previsió de tancament en el 2,5% per al 2025. Aquesta tendència estarà impulsada per la reducció de la inflació energètica, un cop desaparegui l'efecte de la normalització de l'IVA sobre la tarifa elèctrica aplicada al gener del 2025, i per la moderació en els preus dels aliments. A més a més, l'apreciació significativa de l'euro registrada el 2025, més del 13% des de l'inici de l'any, contribuirà també a aquesta moderació.

D'altra banda, les dades publicades fins ara mostren un augment notable de l'ocupació, del 2,7% interanual

segons l'EPA del 2T. El 2025, es preveu que la creació d'ocupació es mantingui dinàmica, al voltant del 2,5%. De cara al 2026, s'espera una certa moderació, tot i que el creixement continuarà sent elevat: l'ocupació augmentaria el 2%, en relació amb l'1,6% previst amb anterioritat. Així, també s'ha millorat la previsió de la taxa d'atur, que passaria de l'11,3% del 2024 al 10,4% el 2025, i s'espera que, per primera vegada des del 2007, baixi dels dos dígitos el 2026 i se situï en el 9,7%.

Pel que fa al sector immobiliari, el mercat residencial travessa una fase expansiva, impulsada pel descens dels tipus d'interès, per la millora del poder adquisitiu, pel creixement demogràfic i per la forta demanda de compradors estrangers. Les compravendes d'habitatge van arribar a les 700.000 unitats en els 12 mesos fins al juny del 2025, gairebé el 20% més que en el mateix període de l'any anterior i la xifra més alta des del 2007. Malgrat que l'oferta està començant a reaccionar, encara no és suficient per començar a reduir el dèficit d'habitatge acumulat des del 2021. Aquest desequilibri entre l'oferta i la demanda continuarà pressionant els preus a curt i a mitjà termini. Per aquest motiu, preveiem que el creixement dels preus de l'habitatge es mantindrà elevat el 2025 i el 2026: s'espera un augment del 9,6% enguany i del 6,3% l'any vinent.

Els riscos que envolten l'escenari són múltiples. Entre els riscos a l'alça destaquen la possibilitat que el consum i la inversió creixin més del que es preveu, en especial si la incertesa es redueix més ràpidament del que s'esperava i les llars i les empreses normalitzen també més ràpidament els nivells d'estalvi. Els fons NGEU també podrien tenir un major impacte o la inversió residencial podria repuntar amb més força del que es preveu. No obstant això, els principals riscos continuen sent a la baixa i de caràcter geopolític. Malgrat que la incertesa per la guerra comercial entre els EUA i la UE ha disminuït, no es poden descartar nous episodis de tensió. A més a més, la caiguda del Govern a França i els dubtes sobre la sostenibilitat del seu deute han augmentat els riscos sobre l'estabilitat financera. Finalment, una escalada del conflicte a l'Orient Mitjà podria provocar un fort augment en els preus del petroli.

*Oriol Carreras Baquer*

## El sector turístic tanca una temporada alta amb xifres sòlides

El 2025, la temporada alta del sector turístic a Espanya ha sorprès positivament. A diferència d'anys anteriors, en què vèiem un creixement menor del turisme en temporada alta, enguany les taxes de creixement a l'estiu s'han acostat a les de temporada baixa. Aquestes bones dades confirmen la nostra visió que el creixement del sector turístic s'està normalitzant en nivells sòlids i la nostra previsió que el PIB turístic avançarà el 2,7% el 2025 i el 2,5% el 2026.

La despesa turística internacional registrada als TPV de CaixaBank ha crescut el 7,7% interanual al juliol i a l'agost del 2025. Aquesta xifra s'acosta molt al 7,9% registrat en els sis primers mesos del 2025. Aquest avanç suggereix que el turisme internacional continua mostrant una demanda sòlida, fins i tot en un context de normalització després de les excel·lents dades postpandèmia.

Per mercats, observem un comportament robust dels principals emissors. La despesa turística provinent del Regne Unit avança el 9,7%, mentre que la francesa avança el 9,6%. Malgrat l'atonía de l'economia alemanya, la despesa turística dels alemanys va augmentar el 7,4% en temporada alta i va superar amb escreix el 3,5% dels sis primers mesos.

Tot i que els mercats madurs han mostrat una solidesa transversal, veiem una mica d'heterogeneïtat als mercats de llarg abast. El turisme provinent dels EUA presenta una caiguda significativa (el -9,2%), superior al -4,4% registrat en els sis primers mesos de l'any. Aquesta caiguda es veu compensada pels excel·lents registres d'altres mercats de llarg abast, com la Xina, el Japó i l'Amèrica Llatina, tots amb creixements superiors al 20%. Destaquem que la despesa turística provinent de l'Amèrica Llatina s'ha accelerat de forma notable a partir del desembre del 2024.

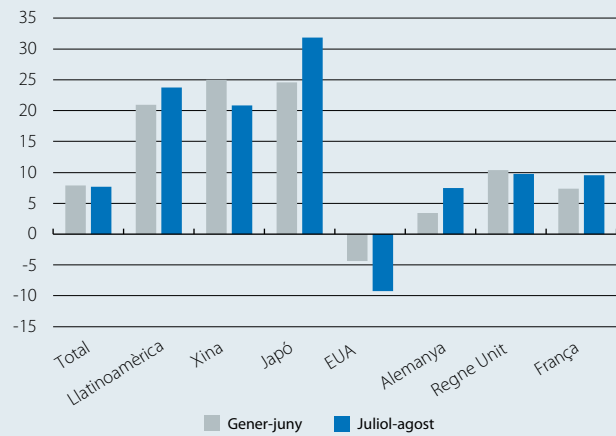
El turisme domèstic també ha avançat aquest estiu, tot i que ho ha fet de manera més discreta. La despesa turística domèstica ha augmentat el 3,1% al juliol i a l'agost, una mica més a poc a poc que el 4,1% registrat entre el gener i el juny. Destaca de forma favorable l'avanç de la despesa en restauració, que, segons les dades dels TPV de CaixaBank, ha augmentat el 13,2% interanual a l'estiu del 2025.

El creixement robust i diversificat del turisme internacional deixa un balanç de temporada alta positiu. Aquest bon funcionament confirma les nostres perspectives per al sector, que preveiem que aportarà 0,35 p. p. al creixement del PIB enguany i 0,33 p. p. el 2026.

David Cesar Heymann

### Espanya: despesa turística internacional

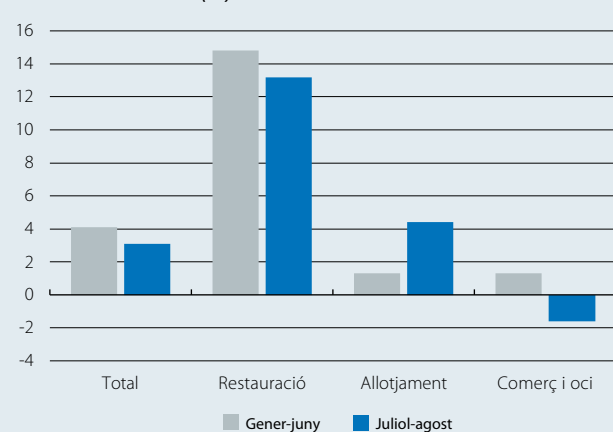
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades dels TPV de CaixaBank.

### Espanya: despesa turística domèstica

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades dels TPV de CaixaBank.

# Quines regions es poden veure més afectades pels aranzels de Trump?

El sector exportador espanyol s'enfronta a un complex entorn internacional, marcat pel gir proteccionista de la política comercial dels EUA. Després de mesos d'incertesa i de negociacions, els aranzels han quedat finalment fixats en el 15% per als productes europeus, tot i que encara no s'han concretat els productes estratègics exempts. Malgrat que l'exposició de l'economia espanyola als EUA és relativament baixa<sup>1</sup> i l'impacte sembla moderat a nivell agregat,<sup>2</sup> aquest impacte varia de manera significativa entre les diferents regions en funció del seu grau d'exposició a l'economia nord-americana, tal com passem a desgranar-ho tot seguit.

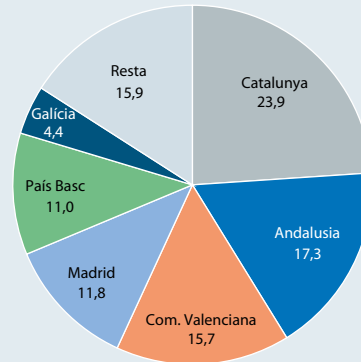
Les exportacions espanyoles als EUA es concentren en unes poques comunitats autònomes (CA). Segons es mostra al primer gràfic, prop del 80% d'aquestes exportacions provenen de cinc regions: el País Basc, Madrid, la Comunitat Valenciana, Andalusia i, sobretot, Catalunya, que aglutina gairebé la quarta part del total. A l'extrem oposat se situen La Rioja, Cantàbria, Extremadura i els dos arxipèlags, amb menys de l'1% cadascuna.

Per identificar les mercaderies més vulnerables a cada regió, calculem dos indicadors: la taxa de rellevància, que definim com el pes de les exportacions de cada mercaderia sobre el total exportat per la comunitat autònoma, i la taxa de dependència, que es concreta en el pes de les exportacions de cada bé que es dirigeix al mercat nord-americà sobre el total exportat d'aquest bé per la comunitat autònoma.<sup>3</sup> Els resultats de combinar les dues variables, rellevància i dependència, es poden apreciar al segon gràfic, en què, per a cada comunitat, s'han seleccionat els tres productes amb més pes en les exportacions de la regió, és a dir, més rellevància, i els tres amb menys percentatge de les seves exportacions destinades als EUA, és a dir, amb una taxa de dependència més elevada.

Al quadrant superior a la dreta, se situen els productes amb una rellevància elevada (més del 5%) per a les exportacions de cada comunitat i que també presenten una elevada dependència (més del 5%). Aquests són els productes que presenten més riscos per a les respectives CA. En aquest

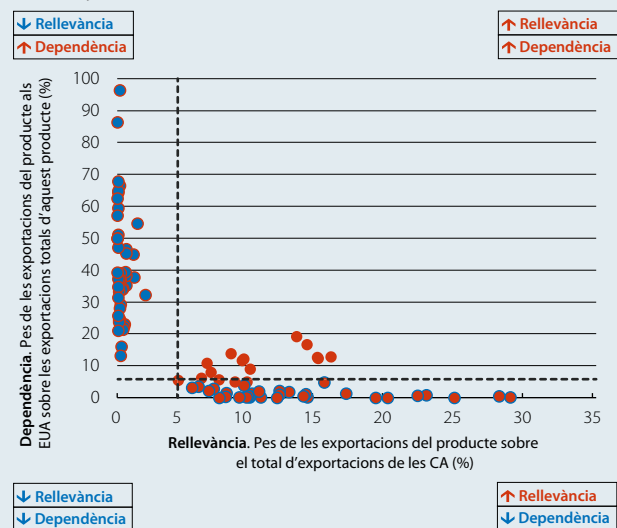
1. Amb dades del 2024, les exportacions de béns cap als EUA representen el 4,7% de les exportacions totals i l'1,1% del PIB. Per la seva banda, l'1,3% del valor afegit generat per l'economia espanyola s'acaba venent, directament o indirectament (a través del contingut dels nostres productes en les exportacions de tercers), als EUA.
2. L'FMI estima que l'economia espanyola és la menys afectada entre les grans de la UE per la guerra comercial: per cada augment de 10 punts en els aranzels dels EUA sobre la UE, el creixement del PIB espanyol a curt i a mitjà termini es podria reduir en 1 dècima. Vegeu FMI-Espanya (2025), «Informe de l'Article IV 2025». Els càlculs del Banc d'Espanya són similars: estima un impacte del 0,11% a tres anys vista amb un aranzel del 10%. Vegeu Banc d'Espanya (2025), «Informe Anual 2024».
3. Desagreguem els productes exportats segons la classificació TARIC.

## Espanya: exportacions de mercaderies als EUA per CA (% sobre el total)



**Nota:** Dades del 2024 en valor.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex.

## Espanya: exportacions per CA i per productes



### Alta rellevància i alta dependència

CA	Producte	↑ Rellevància	↑ Dependència
AND	Olis i greixos	13,0	19,2
RIO	Begudes	13,8	16,8
CVA	Productes ceràmics	9,4	14,0
PBA	Màquines i aparells mecànics	15,6	12,8
AST	Manufactures de fosa	14,6	12,7
AND	Combustibles	14,7	12,4
MAD	Màquines i aparells mecànics	10,4	12,3
CLL	Cautxú i les seves manufactures	10,2	11,7
PBA	Manufactures de fosa	7,7	10,9
NAV	Màquines i aparells mecànics	10,8	9,0
CAT	Productes farmacèutics	8,0	8,1
ARA	Màquines i aparells mecànics	7,3	6,2
NAV	Aparells i material elèctric	8,5	5,6
CAN	Màquines i aparells mecànics	5,6	5,5
CM	Màquines i aparells mecànics	9,7	5,0
CANT	Màquines i aparells mecànics	10,6	5,0

grup es troben els productes detallats a la primera taula, entre els quals destaca l'exportació d'olis i greixos a Andalusia, que concentra el 13% de les exportacions de la regió i que dirigeix el 19,2% de les vendes a l'exterior als EUA, seguida de les exportacions de begudes de La Rioja i dels productes ceràmics de la Comunitat Valenciana.

Al quadrant inferior a la dreta, se situen els productes amb una alta rellevància però amb una baixa exposició al mercat nord-americà. En aquest cas, destaquen les exportacions de vehicles a diverses comunitats.

Com es pot observar al quadrant superior esquerre, les mercaderies que presenten les majors taxes de dependència de les exportacions als EUA tenen una rellevància molt baixa en les exportacions de cada regió. Aquest seria el cas de les manufactures de pedra i de guix d'Andalusia, que, tot i que presenten una dependència dels EUA del 54,7%, només representen l'1,4% de les exportacions andaluses.

Finalment, cal preguntar-se quin és l'impacte potencial dels aranzels, no solament sobre les exportacions, sinó sobre el conjunt de l'economia de cada regió, la qual cosa es pot apreciar a través del pes que tenen les exportacions als EUA sobre el PIB regional (vegeu l'últim gràfic). En aquest sentit, la regió més exposada als EUA en relació amb la dimensió de la seva economia és el País Basc, ja que les exportacions a aquell país representen el 3,1% del seu PIB, tot i que continua sent una xifra moderada.

Malgrat l'augment dels aranzels nord-americans, l'economia espanyola i el seu sector exportador estan mostrant una notable resiliència. L'exposició global d'Espanya als EUA és limitada, i, malgrat que existeixen diferències entre comunitats autònomes i entre sectors, cap regió s'enfronta a riscos sistèmics significatius. Aquesta diversificació geogràfica i sectorial permet que l'impacte agregat sigui moderat, la qual cosa reforça la capacitat d'adaptació de les empreses espanyoles davant d'escenaris internacionals complexos. A més a més, la fortalesa i la flexibilitat del teixit exportador nacional ofereixen una base sòlida per continuar creixent i diversificant-se en mercats globals, fins i tot en contextos de major proteccionisme.

Nuria Bustamante i Sergio Díaz

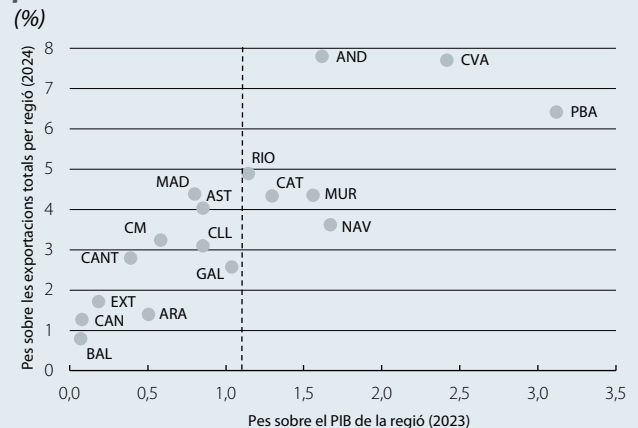
**Alta rellevància i baixa dependència**

CA	Producte	↑ Rellevància	↓ Dependència
CANT	Vehicles automòbils	12,4	0,0
AST	Zinc i les seves manufactures	20,3	0,1
ARA	Vehicles automòbils	29,2	0,1
CVA	Fruïtes	10,6	0,2
MUR	Fruïtes	10,4	0,2
GAL	Peces de vestir no punt	11,4	0,2
ARA	Carns	14,7	0,3
GAL	Peces de vestir punt	8,8	0,3
MAD	Vehicles automòbils	10,6	0,5
MUR	Llegums i hortalisses	14,3	0,6
GAL	Vehicles automòbils	28,4	0,6
AND	Llegums i hortalisses	10,5	0,7
MUR	Combustibles	22,5	0,8
PBA	Vehicles automòbils	23,1	0,9
CVA	Vehicles automòbils	12,6	1,0
CAT	Vehicles automòbils	14,5	1,1
EXT	Conserves de verdura o fruita	17,2	1,4
CM	Aparells i material elèctric	10,8	1,4
EXT	Fosa ferro i acer	8,9	1,5
AST	Fosa ferro i acer	13,3	1,9
CM	Begudes	10,3	2,1
EXT	Olis i greixos	7,6	2,2
CANT	Fosa ferro i acer	12,6	2,2
RIO	Calçat	8,0	2,8
CAT	Plàstics i les seves manufactures	6,4	3,3
RIO	Conserves de verdura o fruita	6,9	3,5
CLL	Màquines i aparells mecànics	10,2	3,8
MAD	Productes farmacèutics	15,3	4,9

**Baixa rellevància i alta dependència**

CA	Producte	↓ Rellevància	↑ Dependència
AST	Productes químics orgànics	1,2	45,0
GAL	Altres productes químics	1,2	37,8
AND	Manufactures de pedra o guix	1,4	54,7
CVA	Altres productes químics	2,0	32,3

**Espanya: exportacions de mercaderies als EUA per CA**



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

**Indicadors d'activitat i ocupació**

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
<b>Indústria</b>									
Índex de producció industrial	-1,6	0,4	-0,2	1,3	-0,7	1,4	2,5	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,5	-4,9	-3,0	-5,9	-5,4	-5,2	-4,5	-5,8	-4,7
PMI de manufactures (valor)	48,0	52,2	51,5	53,6	50,0	50,0	51,9	54,3	51,5
<b>Construcció</b>									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	0,5	16,7	10,2	16,7	20,1	14,8	14,1	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	-10,2	9,7	-1,4	9,7	17,0	22,9	22,3	...	...
Preu de l'habitatge	4,0	8,4	8,2	11,3	12,2	12,7	...	...	...
<b>Serveis</b>									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	18,9	10,1	12,3	10,1	8,1	6,3	5,6	5,1	...
PMI de serveis (valor)	53,6	55,3	55,2	55,1	55,3	52,2	55,1	53,2	54,3
<b>Consum</b>									
Vendes comerç al detall <sup>1</sup>	2,5	1,8	2,6	2,9	3,4	5,1	4,7	4,5	...
Matriculacions d'automòbils	16,7	7,2	1,7	14,4	14,0	13,7	17,1	17,2	16,4
Indicador de sentiment econòmic (valor)	100,5	103,0	105,5	101,5	103,3	103,1	104,3	101,7	104,7
<b>Mercat de treball</b>									
Població ocupada <sup>2</sup>	3,1	2,2	1,8	2,2	2,4	2,7	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	12,2	11,3	11,2	10,6	11,4	10,3	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social <sup>3</sup>	2,7	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4
<b>PIB</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	...	...	...

**Preus**

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
General	3,5	2,8	2,2	2,4	2,7	2,2	2,7	2,7	2,9
Subjacent	6,0	2,9	2,6	2,5	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3

**Sector exterior**

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
<b>Comerç de béns</b>									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	0,2	-1,8	0,2	3,3	2,0	1,6	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-7,2	0,1	-3,1	0,1	4,2	4,1	4,3	...	...
<b>Saldo corrent</b>	<b>40,9</b>	<b>50,7</b>	<b>50,5</b>	<b>50,7</b>	<b>47,8</b>	<b>49,1</b>	<b>48,9</b>	...	...
Béns i serveis	57,5	66,3	65,9	66,3	63,5	64,3	63,8	...	...
Rendes primàries i secundàries	-16,5	-15,7	-15,5	-15,7	-15,7	-15,2	-14,9	...	...
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>57,8</b>	<b>68,7</b>	<b>68,9</b>	<b>68,7</b>	<b>66,6</b>	<b>68,1</b>	<b>67,9</b>	...	...

**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	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
<b>Dipòsits</b>									
Dipòsits de llars i empreses	0,3	5,1	4,3	5,1	4,6	3,9	4,8	5,1	...
A la vista i preavis	-7,4	2,0	-1,6	2,0	3,1	5,0	6,5	7,2	...
A termini i cessions temporals (repo)	100,5	23,5	47,5	23,5	12,6	-1,5	-3,6	-5,1	...
Dipòsits d'AP <sup>5</sup>	0,5	23,1	14,8	23,1	24,4	25,5	15,7	9,0	...
<b>TOTAL</b>	<b>0,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,4</b>	...
<b>Saldo viu de crèdit</b>									
Sector privat	-3,4	0,7	-0,3	0,7	1,7	2,6	2,6	2,7	...
Empreses no financeres	-4,7	0,4	-0,6	0,4	1,6	2,5	2,2	2,5	...
Llars - habitatges	-3,2	0,3	-0,7	0,3	1,4	2,3	2,4	2,8	...
Llars - altres finalitats	-0,5	2,3	1,2	2,3	3,1	-261,5	3,9	3,3	...
Administracions públiques	-3,5	-2,6	-5,4	-2,6	-0,3	5,3	12,7	14,8	...
<b>TOTAL</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	...
<b>Taxa de morositat (%)<sup>6</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	...	...

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.

## La demanda interna continua sostenint l'economia portuguesa

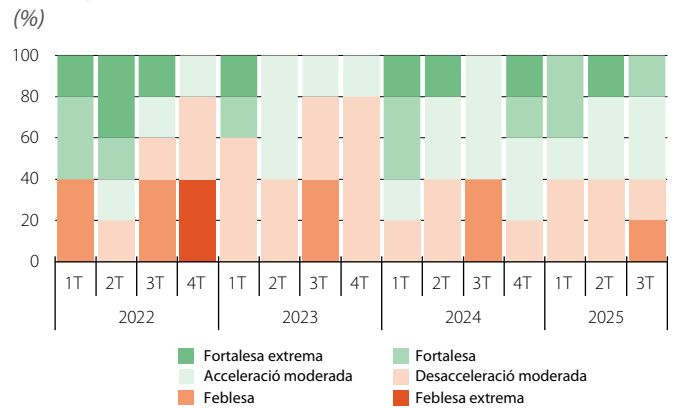
El nostre semàfor d'activitat indica que l'economia es continua expandint en el 3T, tot i que ho fa a un ritme inferior al del 2T. L'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea (ESI) va caure a 105,1 punts al setembre (vs. 107,0 a l'agost i 105,0 en el 2T), mentre que les dades d'activitat confirmen el dinamisme en el 3T. Les vendes al detall i les compres amb targeta van créixer el 6% interanual a l'agost. En canvi, les vendes d'automòbils van registrar un augment del +14,8% en el 3T. D'altra banda, la baixada temporal en les retencions de l'impost sobre la renda, que inclou els pagaments retroactius des del gener del 2025 rebuts a l'agost i al setembre, augmentarà la renda disponible de les llars en el 3T i representarà un risc més a l'alça per al creixement del PIB en la segona meitat de l'any. Al setembre, revisem el nostre escenari macroeconòmic i mantenim sense canvis la previsió de creixement del PIB per al 2025, en l'1,6%, i per al 2026, en el 2,0%.

La renda disponible de les llars creix a bon ritme i continua impulsant el consum i l'estalvi. Des de l'inici d'enguany fins al 2T 2025, la renda disponible va augmentar el 8,5% interanual, secundada, principalment, per l'increment dels salaris (representen el 70% de la renda bruta disponible), que han registrat un augment sòlid del 7,7%, en un entorn amb un mercat laboral dinàmic, amb nivells rècord d'ocupació i amb xifres baixes d'atur. Durant el mateix període, en termes nominals, el consum va mantenir un ritme sòlid de creixement (el 6,3% interanual), tot i que inferior al de la renda disponible, la qual cosa va contribuir a incrementar la taxa d'estalvi de les llars fins al 12,6%, un nivell no vist des del 2003 (llevat de la pandèmia).

La inflació es va moderar al setembre. Després de cinc mesos consecutius d'augment, la inflació general va recular al 2,4% interanual (-0,4 p. p. en relació amb l'agost), mentre que la subjacent va baixar al 2,0% (-0,4 p. p.). No obstant això, es va revisar a l'alça la previsió d'inflació mitjana per al 2025, del 2,1% al 2,3%, per la persistència de la inflació en els serveis i pel comportament recent dels preus dels aliments no elaborats, que, en els últims mesos, han registrat taxes interanuals pròximes al 7%.

Els preus de l'habitatge no donen treva. Les dades de l'índex de preus de l'habitatge (IPH) del 2T 2025, publicades al final de setembre, mostren una forta dinàmica i registren un augment interanual del 17,2% (el 4,7% intertrimestral). L'augment mitjà del preu de l'habitatge en els 12 últims mesos es va situar en el 13,8%, la qual cosa ens ha empès a revisar a l'alça la previsió de creixement de l'IPH per al 2025, del 12,4% al 15,8%. Altres dades de l'inici del 3T confirmen aquesta tendència positiva. Per exemple, la taxació bancària en el context del crèdit hipotecari va créixer el 18,1% interanual a l'agost, i el preu mitjà per metre quadrat (1.965 euros) se situa el 12,5% per damunt del registrat al final del 2024.

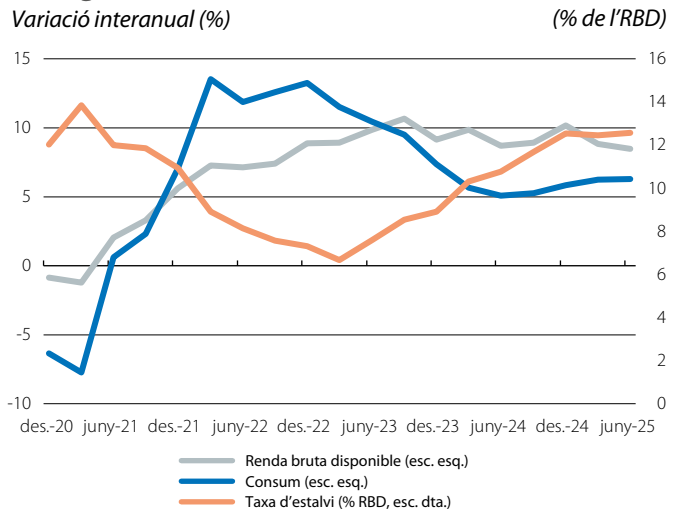
### Portugal: semàfor d'activitat



Notes: El semàfor d'activitat utilitza indicadors econòmics d'alta freqüència, representatius de diferents sectors i amb una correlació elevada amb el PIB. Les sèries s'estandarditzen (entre -1 i 1) i es classifiquen en sis nivells de funcionament, des de feblesa extrema fins a fortalesa extrema. Cada indicador té el mateix pes, amb l'objectiu de generar una visió àmplia de l'evolució de l'economia. Com a exemple, en el 2T 2025, el 80% dels indicadors es van situar entre acceleració i desacceleració moderada, i el 20%, en fortalesa extrema. En el 3T, el 60% es va mantenir en rangs intermedis, el 20% en fortalesa i el 20% en feblesa, de manera que assenyalen un alentiment del creixement econòmic.

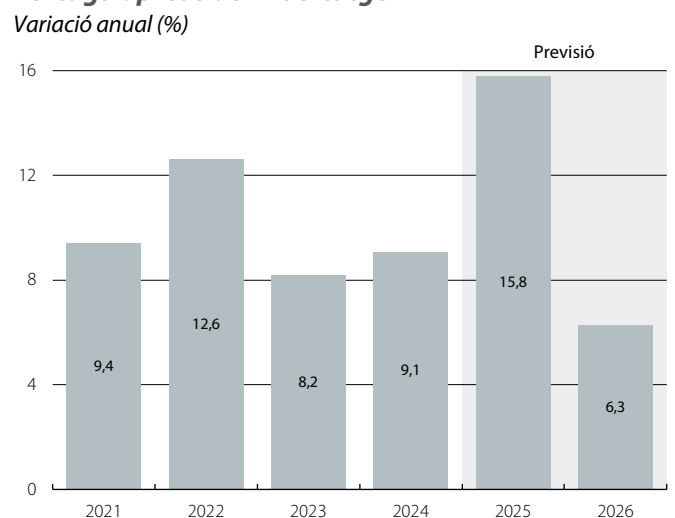
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, del Banc de Portugal i de la Comissió Europea.

### Portugal: renda, consum i estalvi de les llars



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

### Portugal: preus de l'habitatge



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

**Indicadors d'activitat i ocupació**

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
Índex coincident d'activitat	3,5	1,8	1,5	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	...
<b>Indústria</b>									
Índex de producció industrial	-3,1	0,8	-0,2	-0,4	-2,3	1,2	2,4	3,1	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,1	-4,2	-5,1	-4,8	-3,8	-3,3	-3,0
<b>Construcció</b>									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	7,5	6,5	13,4	23,6	39,1	17,9	-6,0	...	...
Compravenda d'habitatges	-18,7	14,5	19,4	32,5	25,0	15,5	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m <sup>2</sup> - taxació)	9,1	8,5	8,5	13,2	15,8	17,4	18,7	18,1	...
<b>Serveis</b>									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	19,0	6,3	7,8	6,3	4,6	4,0	3,9	3,3	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	7,7	5,6	2,4	10,9	12,5	6,6	12,8	13,5	12,4
<b>Consum</b>									
Vendes comerç al detall	1,1	3,2	3,7	5,0	4,5	4,8	6,2	4,5	...
Indicador coincident del consum privat	2,9	2,7	2,7	3,4	3,6	3,3	3,1	2,9	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-14,3	-15,5	-17,9	-15,7	-16,2	-16,5
<b>Mercat de treball</b>									
Població ocupada	2,3	1,2	1,2	1,3	2,4	2,9	4,1	3,4	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,5	6,4	6,1	6,7	6,6	5,9	6,0	6,1	...
<b>PIB</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	-	-	-

**Preus**

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
General	4,4	2,4	2,2	2,6	2,3	2,2	2,6	2,8	2,4
Subjacent	5,1	2,5	2,5	2,7	2,3	2,3	2,5	2,4	2,0

**Sector exterior**

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
<b>Comerç de béns</b>									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	2,0	0,5	2,0	5,3	4,3	1,2	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-4,0	2,0	-1,1	2,0	5,4	6,9	5,8	...	...
<b>Saldo corrent</b>	<b>1,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	...	...
Béns i serveis	4,1	6,5	6,4	6,5	5,2	4,5	4,9	...	...
Rendes primàries i secundàries	-2,6	-0,6	-1,3	-0,6	-0,9	-0,9	-0,8	...	...
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>5,5</b>	<b>9,1</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,7</b>	...	...

**Crèdit i dipòsits dels sectors no financers**

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
<b>Dipòsits<sup>1</sup></b>									
Dipòsits de llars i empreses	-2,3	7,5	6,0	7,5	6,5	5,4	6,2	6,0	...
A la vista i estalvi	-18,5	-0,3	-8,1	-0,3	5,0	5,1	6,5	7,5	...
A termini i preavis	22,2	15,3	22,6	15,3	7,8	5,8	5,9	4,6	...
Dipòsits d'AP	-12,4	26,7	29,1	26,7	29,3	39,6	15,5	17,0	...
<b>TOTAL</b>	<b>-2,6</b>	<b>7,9</b>	<b>6,7</b>	<b>7,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	...
<b>Saldo viu de crèdit<sup>1</sup></b>									
Sector privat	-1,5	1,9	1,1	1,9	3,3	4,9	5,3	5,6	...
Empreses no financeres	-2,1	-1,0	-0,6	-1,0	0,1	2,2	2,2	2,6	...
Llars - habitatges	-1,5	3,0	1,3	3,0	4,9	6,4	7,3	7,5	...
Llars - altres finalitats	0,2	5,4	4,6	5,4	5,7	6,6	6,5	6,4	...
Administracions públiques	-5,5	0,6	-4,1	0,6	-8,0	3,8	1,4	2,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>	...
<b>Taxa de morositat (%)<sup>2</sup></b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	-	-	-

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 Agroalimentari 2025

El sector agroalimentari espanyol presenta el 2025 un marcat to expansiu i consolida la senda de creixement iniciada a mitjan 2023, després de superar els desafiaments derivats de la guerra a Ucraïna i una prolongada sequera. La contenció dels costos de producció, la millora de les condicions meteorològiques i el repunt de la demanda estan afavorint un increment sostingut tant de la producció com de les exportacions, que ja se situen en nivells prepandèmia.



### Informe Sectorial Immobiliari 2S 2025

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



### Informe Sectorial Turisme 2S 2025

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



Segueix-nos a:



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



Newsletter



CaixaBank



Pòdcast

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

© CaixaBank, S.A., 2025

© Banco BPI, 2025

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

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

