

IM 11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 505 | NOVENBRE 2025



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS

Els límits del deute: edició 2025

ECONOMIA INTERNACIONAL

La Iniciativa de la Franja i la Ruta: una arma de doble tall? (part I)

Economies emergents: resiliència després de tres xocs globals

ECONOMIA ESPANYOLA

La posició d'Espanya davant les vulnerabilitats globals de les finances públiques

De què parlem quan parlem d'incertesa?

Com afectarà l'economia espanyola el comportament dels seus principals mercats d'exportació?

DOSSIER: PERSPECTIVES 2026

Economia mundial 2026: resiliència, transició o disrupció?

El dilema fiscal europeu a mitjà termini

Perspectives dels EUA 2026: resiliència amb fragilitats

Bones perspectives de creixement per a l'economia espanyola el 2026

INFORME MENSUAL**Novembre 2025**

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

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com**Enric Fernández**

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

Adrià Morron Salmeron i**Oriol Carreras**Coordinadors de l'*Informe Mensual***Javier García-Arenas**

Coordinador del Dossier

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

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

6 de novembre de 2025

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS**9 *Els límits del deute: edició 2025***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**14 *La Iniciativa de la Franja i la Ruta: una arma de doble tall? (part I)*

Luís Pinheiro de Matos i Sergi Artés Sebastià

16 *Economies emergents: resiliència després de tres xocs globals*

Beatriz Villafranca

20 ECONOMIA ESPANYOLA22 *La posició d'Espanya davant les vulnerabilitats globals de les finances públiques*

Javier García-Arenas

25 *De què parlem quan parlem d'incertesa?*

Zoel Martín Vilató

27 *Com afectarà l'economia espanyola el comportament dels seus principals mercats d'exportació?*

Oriol Carreras Baquer

30 ECONOMIA PORTUGUESA**32 DOSSIER: PERSPECTIVES 2026**32 *Economia mundial 2026: resiliència, transició o disrupció?*

José Ramón Díez

34 *El dilema fiscal europeu a mitjà termini*

David Martínez Turégano

37 *Perspectives dels EUA 2026: resiliència amb fragilitats*

Isabela Lara White

39 *Bones perspectives de creixement per a l'economia espanyola el 2026*

Oriol Carreras Baquer

Un any després: resiliència global davant la tempesta aranzelària

Encara que sembli mentida, ja han passat 12 vertiginosos mesos des de la victòria de Trump a les eleccions presidencials nord-americanes. Aprofitant l'aniversari i la proximitat del tancament de l'any, hem preparat el nostre tradicional Dossier d'anàlisi sobre les tendències i les claus que presidiran el comportament de l'economia el 2026. Partim de la base que tant l'activitat internacional com l'espanyola han tornat a mostrar, en aquest exercici, una elevada resiliència a l'hora de superar el soroll i la incertesa causats per la utilització del comerç o de les finances com a instruments al servei de la política. I això ha succeït en un context en què, com el 2023 i el 2024, les previsions han anat millorant al llarg de l'any, gràcies a la reducció de la incertesa comercial, a l'existència d'unes condicions financeres favorables i a la capacitat i a la flexibilitat dels agents econòmics per adaptar les seves decisions de consum i d'inversió a un entorn complex.

De cara al 2026, la geopolítica continuarà exercint un paper fonamental, tenint en compte el reordenament del procés de globalització en què està immersa l'economia internacional des de la pandèmia. A més de l'evolució dels conflictes bèl·lics actius, la clau a curt termini consistirà en si la tendència cap a un món més fragmentat s'accelerarà o, per compensar l'augment de les restriccions en el comerç amb els EUA, s'avançarà en la recerca de nous acords entre aliats comercials naturals (UE, ASEAN, el Canadà, Austràlia, etc.). Quelcom que no hauria de ser incompatible amb la continuïtat del procés generalitzat de recerca d'autonomia estratègica. En aquest sentit, per a Europa, la clau el 2026 serà com conciliar el desig de reduir la dependència externa (industrial, defensa...) amb la sostenibilitat del deute públic. Un repte de gran complexitat, marcat per les tensions entre disciplina fiscal, inversions necessàries (el BCE ha incrementat les estimacions de l'informe Draghi a 1,2 bilions d'euros entre inversió pública i privada) i exigències geopolítiques. Aquest dilema fiscal europeu només es podrà solucionar amb la combinació d'un major creixement potencial, una major eficiència de la despesa pública i una major flexibilitat en les regles fiscals. Països com Bèlgica o França ja estan en el punt de mira per unes inèrcies fiscals de difícil reversió que s'estan reflectint en el realineament de les primes de risc a Europa.

No obstant això, la clau de l'estabilitat de l'escenari econòmic i financer és com s'acabi de perfilar la relació comercial entre la Xina i els EUA, que afectarà els dos sectors claus per al desenvolupament de la IA (les terres rares i els microxips) i en els quals es dona una dependència mútua. Un equilibri òptim permetria mantenir les inèrcies positives de la inversió en IA sobre el creixement a curt termini (especialment visibles als EUA) i augmentar la probabilitat que aquest procés d'innovació s'acabi manifestant en una productivitat i en un creixement potencial a mitjà termini que pugui compensar els efectes negatius de la demografia i de la fragmentació econòmica. De fet, la IA és un exemple d'incertesa positiva, perquè anticipem més creixement i més productivitat gràcies a ella, però no sabem amb certesa quant. La clau, per tant, és si s'acabarà rendibilitzant tot l'esforç inversor, fonamental per diluir el risc financer provocat per la confluència de les tensions fiscals, de la incertesa i de les tensions geopolítiques. Tot això, unit a les exigents valoracions a la borsa, conforma un entorn en què l'estabilitat financera es pot posar a prova el 2026, amb segments del crèdit privat sota el radar dels inversors. Els bancs centrals tenen les eines necessàries per apagar els focs que vagin apareixent pel camí, tot i que els graus de llibertat també són més reduïts després dels esforços de l'última dècada.

En aquest context complex, l'economia espanyola ha continuat mostrant un dinamisme sòlid que permetrà tancar l'any amb ritmes de creixement mitjans molt pròxims al 3%. El més destacable de l'evolució durant l'exercici ha estat el viratge cap a la demanda interna com a motor del creixement, malgrat que les exportacions han mantingut un comportament vigorós (gràcies als serveis). De cara al 2026, les tendències continuaran sent positives, gràcies a l'esperable embranzida dels fons europeus, a l'impuls demogràfic, a l'existència d'unes condicions financeres acomodaticies, als elevats nivells de la taxa d'estalvi de les famílies i a una inversió residencial que respon a l'augment de la demanda. Tot plegat ens du a anticipar un creixement del 2,1% el 2026.

En definitiva, l'any vinent, l'economia continuarà exposada a la combinació de les noves tendències de fons (restriccions als moviments comercials i migratoris, auge de la IA, etc.) i els desafiaments a curt termini (escàs espai fiscal, valoracions elevades als mercats financers, etc.). Un any en què, una vegada més, serà determinant la capacitat de qüestionar a cada moment els supòsits que sustenten les projeccions econòmiques i la flexibilitat a l'hora de prendre decisions.

José Ramón Díez
Novembre del 2025

Cronologia

OCTUBRE 2025

- 29** La Fed abaixa el tipus *fed funds* en 25 p. b., fins al rang 3,75%-4,00%, la seva segona retallada de l'any, i anuncia el final de la reducció del balanç.

AGOST 2025

- 5** Entren en vigor la majoria dels aranzels recíprocs imposats pels EUA a altres països.
- 29** S&P millora la nota creditícia del deute portuguès a A+.

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).

SETEMBRE 2025

- 9** El Tribunal Suprem dels EUA accepta estudiar per la via ràpida la legalitat dels aranzels de Trump.
- 12** S&P millora la nota creditícia del deute espanyol a A+, i Fitch apuja la de Portugal a A.
- 17** La Fed abaixa els tipus d'interès en 25 p. b., fins al rang 4,00%-4,25%, després de nou mesos de pausa.
- 26** Moody's i Fitch milloren la nota creditícia del deute espanyol a A3 i a A, respectivament.

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.

Agenda

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: *rating* 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: *rating* DBRS.
Portugal: desglossament del PIB (3T).
Portugal: avanç de l'IPC (novembre).

DESEMBRE 2025

- 2** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (novembre).
- 3** Portugal: producció industrial (octubre).
- 9-10** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 10** Portugal: comerç internacional (octubre).
- 16** Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (3T).
- 18** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 18-19** Consell Europeu.
- 23** Espanya: comptabilitat nacional trimestral (3T).
Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (3T).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (3T).
Portugal: desglossament del PIB per sectors institucionals (3T).
Portugal: preus de l'habitatge (3T).
- 30** Espanya: avanç de l'IPC (desembre).
Espanya: taxa d'estalvi de les llars (3T).
Portugal: ràtio de morositat (3T).
- 31** Portugal: avanç de l'IPC (desembre).

Espanya 2026: dinamisme, solidesa i confiança

L'economia espanyola continua destacant pel seu dinamisme. A més a més, rere el vigor que presenten els principals indicadors, hi ha diversos factors que assenyalen la consolidació d'un cicle expansiu sòlid, la qual cosa també ajuda a entendre la confiança que mostren tant les llars com les empreses i els inversors.

En el 3T 2025, el PIB va créixer un 0,6% en termes intertrimestrals i un 2,8% en termes interanuals. Són xifres coherents amb l'escenari de previsions de CaixaBank Research, que contempla un creixement del 2,9% per al conjunt d'enguany. No hi ha hagut sorpreses. No obstant això, són xifres que destaquen quan les comparem amb les dades de les principals economies desenvolupades i, en especial, amb les europees. El conjunt de la zona de l'euro amb prou feines va créixer el 0,2% intertrimestral, llastada per l'estancament d'Alemanya i d'Itàlia. Això amplia encara més la bretxa oberta entre l'economia espanyola i l'europea en la recuperació postpandèmia. Des del 2019, l'economia espanyola acumula un creixement del 10,0%, en relació amb el 6,4% que registra la zona de l'euro.

La solidesa del creixement es constata en observar la transversalitat que presenta a nivell sectorial. Segons l'indicador sectorial de CaixaBank Research, el 73% dels sectors presenten un ritme d'avanç superior a la seva mitjana històrica, una xifra que contrasta amb el 41% del 2023 o amb el 36% del 2024. A més a més, el dinamisme està sent impulsat per dos motors que tenen recorregut a mitjà termini. D'una banda, la inversió. En el 3T, la formació bruta de capital fix va créixer un 1,7% intertrimestral i un 7,6% interanual. Però, sobretot, destaca l'acceleració del creixement de l'anomenada inversió en actius fixos immaterials, amb un creixement del 2,4% en el trimestre i que ja se situa un 40% per damunt dels registres del 2019. Sota aquest epígraf, es troba la inversió del teixit productiu en nous equips de *software* informàtic o en bases de dades i la despesa en projectes d'innovació tecnològica que generen patents, elements clau per consolidar la incipient millora de la productivitat. La rebaixa dels tipus d'interès que ha dut a terme el BCE i la sana situació financera del sector corporatiu espanyol, juntament amb l'execució dels fons NGEU, haurien de propiciar que la inversió continuï creixent de manera vigorosa en els propers anys.

El segon motor que impulsa el creixement és el consum de les llars, que va avançar un 1,2% en el 3T, un 3,3% en termes interanuals. En relació amb el 2019, l'avanç acumulat

és del 6,4%. En aquest cas, una gran part de l'augment està estretament relacionat amb el creixement de la població. A més persones, més consum. No obstant això, al consum per persona li va costar arrencar després de la pandèmia, en termes reals, i no va recuperar els nivells del 2019 fins a l'últim trimestre del 2024. En el 3T 2025, s'ha situat un 1,7% per damunt. En part, li ha costat recuperar-se perquè el conjunt de les llars ha mantingut una taxa d'estalvi relativament elevada en els últims anys, segurament en resposta a l'augment de la incertesa i dels tipus d'interès. L'evolució de la renda de les llars tampoc hi ha ajudat. La renda bruta disponible per habitant es troba un 5,3% per damunt dels nivells previs a la pandèmia. Però el seu creixement es basa en l'augment de les prestacions socials, que es troben un 9,3% per damunt dels nivells previs a la pandèmia, i en el de les rendes netes de la propietat, que han augmentat un 13,5%. En canvi, l'evolució dels salaris ha estat més feble, ja que, en termes reals, encara es troben al voltant d'un 5% per sota, i la seva recuperació està sent tímida. Les diferències en l'evolució de les diverses fonts d'ingressos expliquen la sensació que la recuperació no està arribant a totes les butxaques. A mesura que els salaris vagin recuperant el poder adquisitiu i que la taxa d'estalvi es normalitzi, el recorregut que té el consum per continuar creixent és ampli. A més a més, també cal esperar que el creixement de la població continuï propiciant que el consum a nivell agregat continuï augmentant.

Finalment, destaca la confiança que està rebent l'economia espanyola. En un context d'elevada incertesa a nivell internacional, per les tensions geopolítiques, per l'escalada dels aranzels per part dels EUA o pels dubtes sobre la capacitat de diverses economies desenvolupades d'ajustar els seus comptes públics, el dinamisme del consum de les llars i de la inversió és encara més remarcable i reflecteix la confiança de les llars i de les empreses que l'impacte de tots aquests factors serà limitat per a l'economia espanyola. En un context així, no hauria sorprès una certa desaceleració d'aquestes partides. També és destacable la confiança que estan mantenint els inversors internacionals. La prima de risc del deute espanyol, ajudada a pujar per les millores recents del *rating*, no solament no ha augmentat, sinó que, a l'hora de tancar aquest informe, es troba en 51 p. b., el nivell més baix des d'abans de la crisi financera, el 2009, i amplia la diferència amb la prima de risc que presenten el deute francès o l'italià.

Oriol Aspachs

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	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
Euro							
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
Alemanya							
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
Espanya							
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
Portugal							
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
TIPUS DE CANVI							
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
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	65,1	65,3
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	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
CREIXEMENT DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	3,1	3,1
Països desenvolupats	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	1,8	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
Països emergents i en desenvolupament	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
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,2	3,9
Països desenvolupats	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
Països emergents i en desenvolupament	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	1,0
Índia	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
Mèxic	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rússia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquia	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polònia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	3,4

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

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,7	0,0	0,0	1,7	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
Producte interior brut	3,6	0,7	0,7	2,5	3,5	2,9	2,1
Altres variables							
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) ¹	0,3	-6,5	-7,1	-3,3	-3,2	-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
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,8	0,5	1,2	2,3	3,0	3,2	2,3
Consum de les AP	2,2	-0,3	2,0	1,8	1,5	1,5	1,5
Formació bruta de capital fix	-0,4	-0,7	2,9	6,0	3,8	2,6	5,5
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	3,4	2,8
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	3,6	4,2	3,1	1,0	2,7
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	4,0	2,3	4,8	4,6	4,3
Producte interior brut	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,8	2,0
Altres variables							
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 mercats ponderen la distensió geopolítica i el vertigen tecnològic

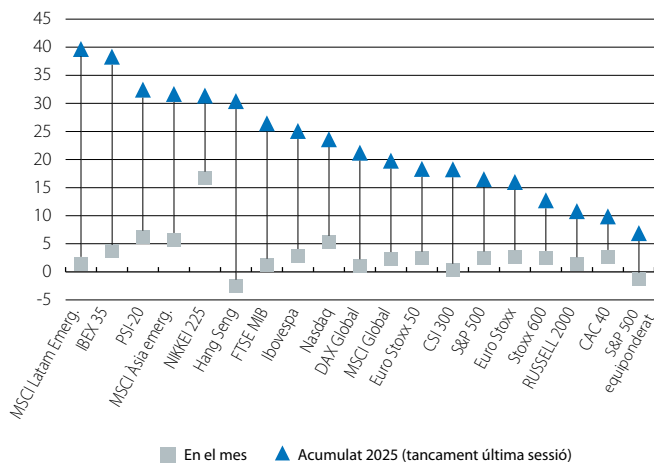
Repunt dels actius de risc, no exempt d'anades i tornades. La treva comercial entre els EUA i la Xina, l'alto el foc a Gaza i la reconducció de les negociacions pressupostàries a França van oferir suport al sentiment dels inversors. En el balanç de l'octubre, els principals índexs borsaris van assolir màxims històrics, el dòlar es va apreciar, les rendibilitats del deute sobirà van recular i els diferencials perifèrics de la zona de l'euro es van reduir, mentre que les primeres matèries van exhibir disparitat entre l'alça dels metalls i el descens en els preus del cru. Malgrat aquest to positiu en conjunt, les cotitzacions no van estar exemptes de volatilitat i van patir moviments d'anada i tornada, en especial a les borses, en els tipus d'interès sobirans i en algunes primeres matèries. En aquest context, els bancs centrals van complir amb el que s'esperava: la Fed va retallar tipus, el BCE els va mantenir i les expectatives de política monetària dels inversors es van mantenir relativament estables.

Els bancs centrals van mantenir el rumb previst. La Reserva Federal va retallar els tipus en 25 p. b., va situar el tipus *fed funds* en el rang 3,75%-4,00% i va anunciar la finalització del programa de reducció de balanç a partir del desembre. No obstant això, el to del president Powell va ser més caut, ja que va advertir que no s'han de donar per descomptades noves baixades, en especial en un context de dades incompletes pel tancament de l'Administració (*shutdown*). A més a més, les declaracions de diferents membres de la Fed van deixar entreveure una notable disparitat d'opinions al si del FOMC. Així i tot, els inversors continuen apostant per una nova retallada de tipus al desembre (tot i que han moderat la seva probabilitat fins a prop del 70%) i mantenen l'expectativa de dues baixades més el 2026. Pel que fa al BCE, va mantenir els tipus en el 2,00%, va reiterar la seva estratègia de prendre les decisions «reunió a reunió» i en funció de «l'evolució de les dades» i va rebutjar donar pistes sobre l'evolució futura dels tipus d'interès. Tot i que el BCE va destacar una millora en el balanç de riscos que envolta l'economia de la zona de l'euro, els mercats van mantenir les seves expectatives sense grans canvis i van cotitzar una probabilitat pròxima al 95% que el tipus *depo* continuï en el 2,00% al desembre, però amb un cert biaix a la baixa per al 2026 (probabilitat implícita d'un 45% que el BCE acabi retallant el *depo* fins a l'1,75% en el primer semestre de l'any vinent).

Caigudes indecises en els tipus d'interès sobirans. Mes d'anada i tornada per al deute sobirà, que, finalment, es va saldar amb una disminució generalitzada dels tipus d'interès sobirans a les dues bandes de l'Atlàntic (i amb un major descens en els trams llargs). Als EUA, els tipus sobirans van arribar a acumular caigudes de fins a 20 p. b., tot i que van repuntar al final d'octubre, després de la reunió del FOMC i del to més caut de Powell, a més de trobar suport en la treva comercial amb la Xina. A Europa, el funcionament va ser similar: amb un *bund* que es va veure pressionat en la primera meitat del mes, però que va recuperar una mica de terreny en la segona. D'altra ban-

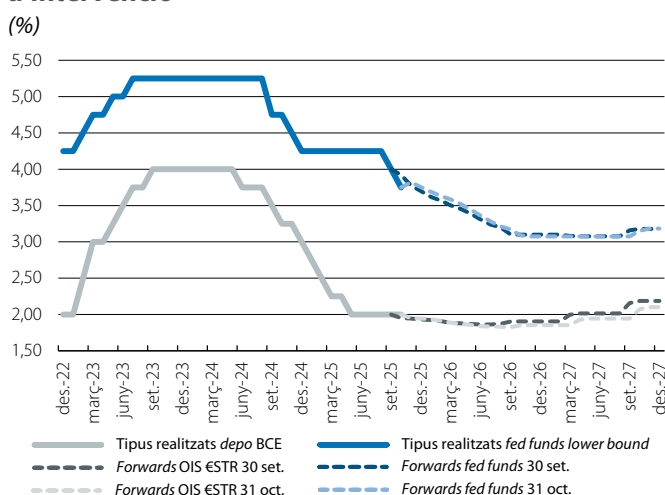
Funcionament dels índexs borsaris en l'any i en el mes

Variació (%)



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

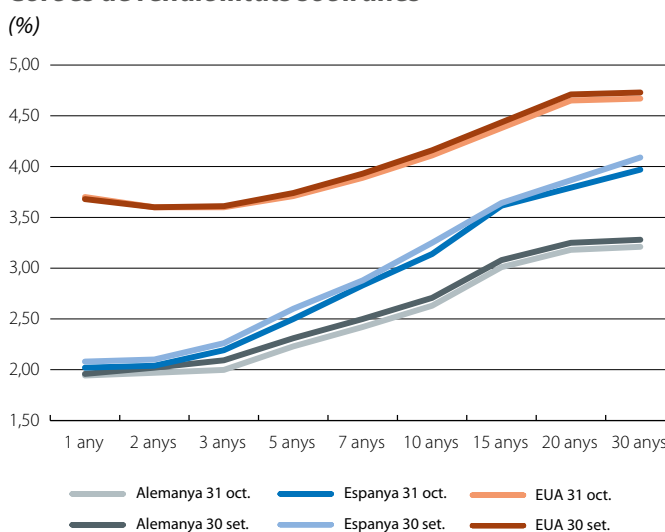
Expectatives del mercat sobre els tipus d'intervenció



Nota: Implícits dels futurs sobre l'EFFR i tipus OIS del €STR.

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

Corbes de rendibilitats sobiranes



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

da, les primes de risc de la perifèria de la zona de l'euro es van reduir (no solament a Itàlia, Espanya i Portugal, sinó també a França, davant una reconducció de les negociacions per als pressupostos del 2026).

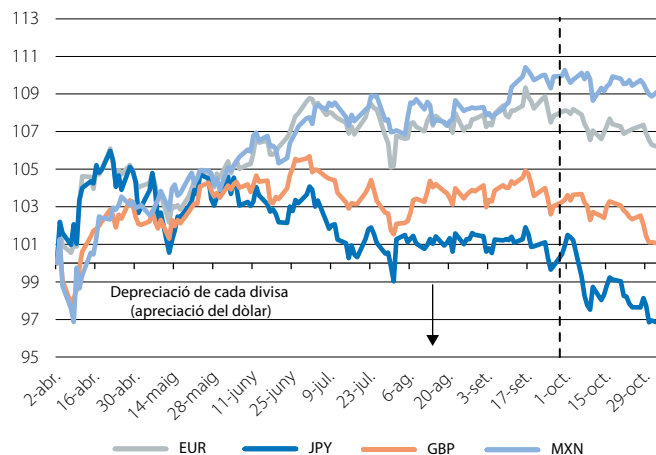
Apreciació generalitzada del dòlar. Després de la forta depreciació patida durant la primera meitat de l'any i d'un estiu gairebé pla, el dòlar es va apreciar a l'octubre, amb el suport d'uns indicadors d'activitat sòlids als EUA (malgrat la falta d'estadístiques públiques, suspeses pel *shutdown* de l'Administració) i del biaix lleugerament tensionador en els comentaris d'alguns membres de la Fed al final del mes. Així, l'euro es va depreciar fins als 1,15 dòlars i va assolir un nivell mínim des del juny. D'altra banda, el ien japonès es va afeblir en el mes, també penalitzat per l'expectativa de continuïtat en la política acomodaticia del Banc del Japó, que va mantenir els tipus sense canvis.

Avanços a les borses, però amb senyals de cautela davant les valoracions tecnològiques. Els principals índexs nord-americans i europeus van arribar a assolir màxims històrics en el mes, impulsats per la resiliència de l'economia global, per la treva comercial entre els EUA i la Xina i per uns resultats empresarials sòlids. Malgrat que, en el conjunt del mes, el sector tecnològic va ser un dels principals impulsors de les borses nord-americanes, es van registrar alguns episodis de correcció, amb els comentaris dels mercats centrats en les empreses tecnològiques, en els seus elevats múltiples de valoració i en les exigents expectatives d'inversió en intel·ligència artificial. A Europa, l'avanç sectorial va ser una mica més equilibrat, amb una bona contribució de les cotitzacions del sector financer, mentre que, per països, l'IBEX 35 i el PSI-20 es van situar entre els índexs amb majors avanços en el conjunt del mes.

Dinàmiques dispers entre les primeres matèries. Mentre els metalls industrials i els productes agrícoles van pujar de forma notable a l'octubre, les primeres matèries energètiques van recular i l'or va registrar importants anades i tornades en el mes. En concret, després d'acumular forts guanys durant les primeres setmanes, l'or va patir una correcció cap al final d'octubre i va recular gairebé el 10% des dels màxims assolits cap a la meitat del mes. Per la seva banda, els metalls industrials van registrar avanços generalitzats, amb pujades destacades en l'alumini i en el coure. El petroli, en canvi, va tancar el mes en negatiu, llastat per la perspectiva d'un mercat amb excés d'oferta (l'Agència Internacional de l'Energia va revisar a l'alça les seves previsions d'excedent global per al 2026). Aquestes perspectives van dur l'OPEP a aturar els increments de producció i a anunciar que no hi haurà augments en el 1T 2026, després d'un increment de la producció previst per al desembre relativament moderat (137.000 barrils diaris). Així i tot, el petroli també va patir anades i tornades i va oscil·lar entre els 61 dòlars per barril de Brent i un pic de 67 dòlars (assolit després de la imposició de sancions dels EUA i de la UE a les petrolieres russes Rosneft i Lukoil).

Evolució de divises seleccionades enfront del dòlar

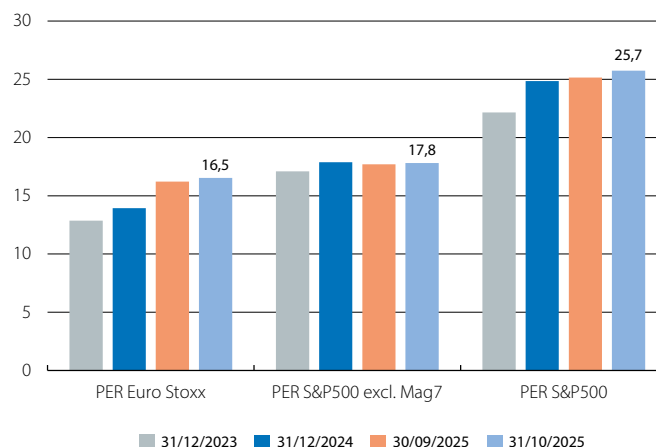
Índex (100 = 02/4/2025)



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

Zona de l'euro i EUA: ràtio PER* dels principals índexs

Ràtio

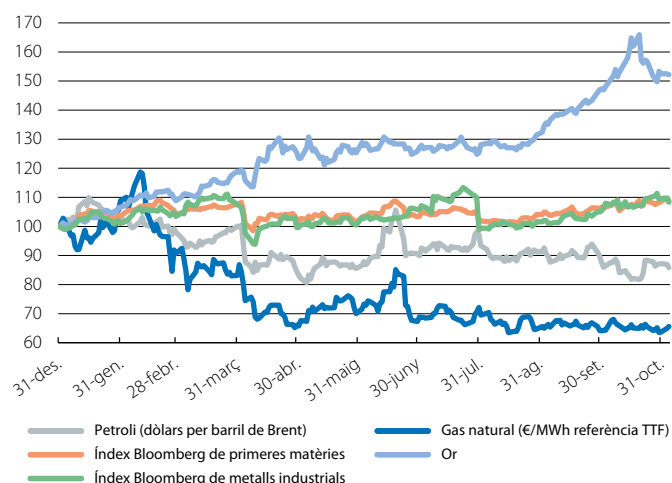


Nota: * Preu acció/benefici esperat en els 12 propers mesos.

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

Evolució de les primeres matèries

Índex (100 = 31/12/2024)



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

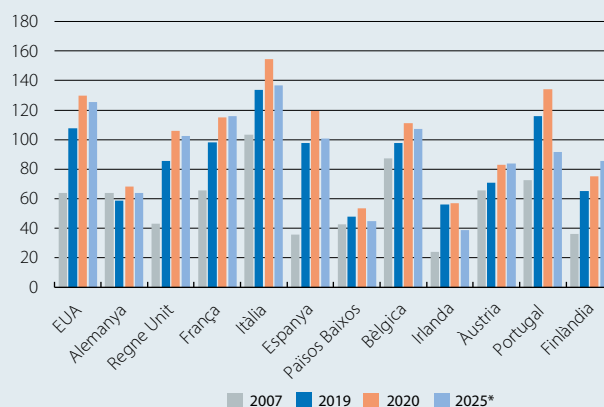
Els límits del deute: edició 2025

En les últimes dècades, s'ha produït un augment fort i generalitzat del deute públic, com ja ho vam repassar fa un any.¹ Alguns dels països que van arribar a pics elevats l'estan corregint, però, en altres casos, els nivells són alts i no donen senyals de reduir-se (vegeu el primer gràfic). Això ha generat alguns moments d'inquietud als mercats financers, amb una major sensibilitat dels inversors als comptes públics.

Entre les economies avançades que, després d'assolir nivells elevats de deute, no donen senyals d'estar-los corregint, destaquen els EUA, França, el Regne Unit, Bèlgica i el Japó. Les perspectives de creixement del PIB nominal, del saldo públic i dels tipus d'interès fan pensar que, en els propers anys, les ràtios de deute públic es continuaran deteriorant de manera rellevant als EUA, a França i a Bèlgica (vegeu la primera taula).² En els tres casos, l'augment previst del deute reflecteix la perspectiva d'uns dèficits públics primaris (és a dir, sense el pagament d'interessos) sostingudament elevats.³ A més a més, als EUA, també bufa en contra un diferencial menys favorable entre els tipus d'interès i el creixement econòmic. En canvi, al Japó, es preveu que el diferencial entre els tipus i el creixement faciliti la reducció del deute, mentre que, al Regne Unit, la ràtio de deute tendiria a estabilitzar-se en els nivells actuals si es compleixen les perspectives en tipus, en creixement i en política fiscal.

Revertir aquestes tendències no serà fàcil sense un esforç fiscal substancial.⁴ Sota les previsions actuals de PIB i de tipus d'interès, els EUA, França i Bèlgica haurien de convergir cap a un saldo fiscal primari equilibrat, com a mínim, per començar a reduir les ràtios de deute (vegeu l'última columna de la primera taula). Sense canvis en la

Deute públic brut (% del PIB)



Nota: * 2025 previsió segons l'informe de primavera 2025 de la Comissió Europea.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

Dinàmiques del deute públic a les principals economies (% del PIB)

	Deute públic brut			Saldo públic primari	
	2025	Δ 2030*	Δ 2035*	Previst 2030	Estabilitza el deute a partir del 2030 **
EUA	125	22	44	-3,4	1,0
Alemanya	64	9	20	-2,4	-0,4
Japó	246	-12	-13	-2,5	-2,7
Regne Unit	103	-1	-4	0,7	0,0
França	116	14	28	-2,9	-0,1
Itàlia	137	-5	-9	1,9	1,1
Espanya	101	-8	-14	0,6	-0,6
Països Baixos	45	5	11	-1,6	-0,4
Bèlgica	107	16	33	-3,6	-0,2
Irlanda	39	-10	-19	1,3	-0,6
Àustria	84	6	13	-1,6	-0,1
Portugal	92	-12	-18	0,7	-0,6
Finlàndia	86	7	13	-2,0	-0,9
Grècia	147	-20	-34	2,0	-0,8

Notes: * Variacions del deute públic el 2030 i el 2035 projectades segons les previsions del PIB nominal i del saldo públic primari (excloso els interessos) de l'FMI (s'assumeix que, el 2031-2035, es manté el funcionament del 2030), i el tipus d'interès mitjà del deute segons els forwards de mercat (30 de setembre del 2025). ** S'assumeix que el PIB nominal creix igual que el 2030.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea, de l'FMI (WEO de l'octubre del 2025), de Bloomberg, del BCE i dels tresors dels EUA, del Japó i del Regne Unit.

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

2. Previsions de creixement del PIB nominal (g) i del saldo públic primari (b) de l'FMI (actualització del World Economic Outlook de la tardor del 2025). Previsions de tipus d'interès (i) basades en *forwards* de mercat (calibrats segons el venciment mitjà de cada país), i sota el supòsit que, cada any, es refinança al tipus de mercat un percentatge del deute proporcional al venciment mitjà. Amb aquests g , b i i , projectem l'evolució de la ràtio de deute públic sobre el PIB (d) a partir de l'equació clàssica per a la dinàmica del deute:

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

3. Als EUA, el Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) estima que la *One Big Beautiful Bill Act* aprovada per l'Administració Trump a l'estiu afegirà més d'1,5 p. p. al dèficit primari anual el 2026 i el 2027 i entre 1,0 p. p. i 1,5 p. p. el 2028-2030, la qual cosa representa més d'un terç del dèficit primari anual previst per l'FMI. Vegeu CRFB (2025), «The 30-Year Cost of OBBA». A França, la fragmentació parlamentària dificulta l'adopció de mesures per a una reducció rellevant d'uns dèficits primaris que parteixen de nivells elevats (el -3,7% el 2024).

4. Les projeccions d'aquest article no tenen en compte el *feedback* negatiu que tindria una consolidació fiscal significativa sobre el creixement econòmic, una situació que complica més la realitat dels comptes públics dels països assenyalats.

senda de la política fiscal, la caiguda dels tipus d'interès o el repunt de creixement del PIB nominal necessaris per estabilitzar i per començar a corregir el deute haurien de ser molt notables (vegeu la segona i la tercera taula). D'altra banda, això no implica que la sostenibilitat del deute es vegi fàcilment compromesa per un repunt dels tipus d'interès als mercats. I és que els repunts de tipus als mercats secundaris es veuen diluïts per una vida mitjana del deute relativament alta (mitiga el percentatge de deute a refinançar a un cost potencialment més alt). Per exemple, atesos els venciments mitjans actuals del deute, estimem que un increment sostingut dels tipus d'interès als mercats secundaris de 100 p. b. provocaria un augment del cost

mitjà del deute, en un horitzó mitjà de 10 anys, d'uns 25 p. b. en la mitjana dels països analitzats (al tercer any, l'impacte mitjà seria d'uns 15 p. b.; al cinquè any, de prop de 25 p. b., i, al desè, d'uns 45 p. b.).

En canvi, la senda que segueix la perifèria de la zona de l'euro i les seves dinàmiques de creixement i de tipus d'interès són, *a priori*, favorables per continuar reduint les ràtios de deute: com ho mostra la primera taula, en aquest escenari, Itàlia, Espanya i Portugal podrien assolir en 10 anys reduccions de gairebé 10 p. p., 15 p. p. i 20 p. p., respectivament. A més a més, com es veu a la segona i a la tercera taula, la perifèria de la zona de l'euro té un cert matalàs per resistir un augment dels tipus d'interès o una desacceleració del PIB i, així i tot, continuar reduint les ràtios de deute. Malgrat tot, aquests països no deixen de partir de nivells de deute elevats, i corregir-los de manera més substancial requereix també un esforç fiscal rellevant, com es mostra a l'última taula.⁵

Per la seva banda, Alemanya presenta un cas especial. Es troba en un nivell de deute públic baix, però les projeccions de PIB, de tipus i de saldo públic apunten a un augment rellevant del deute, dirigit per uns plans de despesa en inversió i en defensa que, en l'últim any, han reorientat la política fiscal alemanya.⁶

I és que un deute elevat no és necessàriament negatiu. El deute és una tecnologia que permet emmagatzemar riquesa, lluitar contra les crisis i invertir en el futur. Els països amb una millor capacitat creditícia són els que es poden endeutar més. No obstant això, la capacitat creditícia es pot erosionar fàcilment si l'economia no sap recupear espai fiscal quan la conjuntura és favorable. Això és especialment rellevant després d'uns anys de fort creixement nominal del PIB i davant un horitzó de pressions estructurals sobre la despesa (envelliment poblacional, defensa i transició energètica).⁷

5. Les noves regles fiscals de la UE, aprovades el 2024, donen una certa flexibilitat a través de plans d'ajust a mitjà termini. Vegeu [«El nou marc de governança econòmica de la UE»](#), a l'IM01/2025.
6. Vegeu l'article [«El dilema fiscal europeu a mitjà termini»](#), al Dossier d'aquest *Informe Mensual*, per a una discussió sobre les necessitats d'inversió a Europa i les perspectives per al deute públic.
7. Segons l'FMI, a les principals economies europees, els pagaments d'interessos del deute públic, l'envelliment poblacional (pensions i sanitat), la transició energètica i la despesa en defensa generaran una pressió addicional sobre la despesa pública anual del 5,75% del PIB en l'horitzó 2050. FMI (2025), «Long-term spending pressures in Europe», Departmental Paper.

Tipus d'interès mitjà del deute: mitjana 2026-2030

	Implicít en els forwards de mercat *	Estabilitza el deute en nivells 2025 **
EUA	4,1	0,6
Alemanya	2,0	-1,1
Japó	0,8	1,8
Regne Unit	3,4	3,7
França	2,5	0,1
Itàlia	3,1	3,9
Espanya	2,8	4,5
Països Baixos	2,0	-0,2
Bèlgica	2,6	-0,5
Irlanda	1,8	7,2
Àustria	2,4	1,0
Portugal	2,6	5,3
Finlàndia	2,1	0,5
Grècia	2,4	5,3

Notes: * La projecció del cost mitjà assumeix que cada any es refinança una part del deute (determinada pel venciment mitjà) al tipus d'interès implícit als mercats el 30 de setembre del 2025. ** Assumint que el tipus d'interès es manté en tot l'horitzó.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg (forwards del 30 de setembre del 2025), de l'FMI (WEO de l'octubre del 2025), del BCE, de la Comissió Europea i dels tresors dels EUA, del Japó i del Regne Unit.

PIB nominal

Variació anual (%)

	Mitjana 2026-2030 prevista (FMI)	Estabilitza el deute *
EUA	3,8	7,4
Alemanya	3,2	4,6
Japó	2,6	1,1
Regne Unit	3,7	5,3
França	3,0	5,6
Itàlia	2,7	2,7
Espanya	4,2	3,4
Països Baixos	3,5	5,6
Bèlgica	2,9	6,3
Irlanda	3,9	-1,7
Àustria	3,3	6,2
Portugal	3,9	0,3
Finlàndia	3,4	7,4
Grècia	3,9	0,3

Notes: * El 2030, deute estable en els nivells del 2025. S'assumeix un saldo públic primari estable en els nivells del 2025 i que els pagaments d'interessos evolucionen segons les projeccions basades en els forwards de mercat.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO de l'octubre), de la Comissió Europea, de Bloomberg, del BCE i dels tresors dels EUA, del Japó i del Regne Unit.

Saldo públic primari

(% del PIB)

	Previst 2025 (FMI)	Estabilitza el deute *	Retorna el deute al 2019 en 10 anys	Redueix a la meitat la distància del deute vs. el 60% en 10 anys **
EUA	-3,8	0,6	2,4	3,6
Alemanya	-1,6	-0,5	0,0	-0,3
Japó	-0,9	-3,5	-2,5	0,3
Regne Unit	-1,8	-0,1	1,6	2,9
França	-3,4	-0,3	1,5	2,5
Itàlia	0,5	0,9	1,1	4,6
Espanya	-0,6	-1,0	-0,7	1,1
Països Baixos	-1,5	-0,5	-0,8	-1,3
Bèlgica	-3,7	-0,2	0,7	2,1
Irlanda	1,4	-0,8	-2,7	-1,9
Àustria	-3,0	-0,4	0,9	0,8
Portugal	2,0	-0,9	-3,4	0,7
Finlàndia	-4,2	-0,9	1,2	0,4
Grècia	3,2	-1,5	-5,3	3,0

Notes: * El 2030, s'ha estabilitzat el deute en el nivell del 2025. ** Nivells del 2007 per als EUA, el Japó i el Regne Unit.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO de l'octubre), de la Comissió Europea, de Bloomberg, del BCE i dels tresors dels EUA, del Japó i del Regne Unit.

Tipus d'interès (%)

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-125,0
Euríbor 3 mesos	2,04	2,03	1	-67,4	-101,6
Euríbor 12 mesos	2,20	2,19	0	-26,4	-35,2
Deute públic a 1 any (Alemanya)	1,88	1,94	-6	-36,5	-56,6
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	1,97	2,02	-5	-11,4	-29,2
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,63	2,71	-8	26,6	24,5
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,14	3,26	-11	8,2	4,6
Deute públic a 10 anys (Portugal)	2,99	3,12	-12	14,5	20,0
EUA					
Fed funds (límit inferior)	3,75	4,00	-25	-50,0	-100,0
SOFR 3 mesos	3,89	3,98	-9	-41,6	-68,2
Deute públic a 1 any	3,68	3,61	6	-46,6	-60,3
Deute públic a 2 anys	3,57	3,61	-3	-66,8	-60,9
Deute públic a 10 anys	4,08	4,15	-7	-49,2	-22,3

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2025 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	55	56	-1	-3,0	-2,8
Itraxx Financer Sènior	59	60	-1	-4,9	-5,3
Itraxx Financer Subordinat	100	103	-2	-11,8	-12,9

Tipus de canvi

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,154	1,173	-1,7	11,4	6,3
EUR/JPY (iens per euro)	177,670	173,530	2,4	9,1	6,7
EUR/GBP (lliures per euro)	0,877	0,873	0,5	6,0	4,7
USD/JPY (iens per dòlar)	153,990	147,900	4,1	-2,0	0,4

Primeres matèries

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	540,3	545,9	-1,0	0,7	1,0
Brent (\$/barril)	65,1	67,0	-2,9	-12,8	-10,3
Or (\$/unça)	4.002,9	3.859,0	3,7	52,5	43,6

Renda variable

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2025 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	6.840,2	6.688,5	2,3	16,3	17,7
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	5.662,0	5.530,0	2,4	15,6	15,9
Ibex 35 (Espanya)	16.032,6	15.475,0	3,6	38,3	36,9
PSI 20 (Portugal)	8.427,0	7.957,6	5,9	32,1	31,8
Nikkei 225 (Japó)	52.411,3	44.932,6	16,6	31,4	33,4
MSCI emergents	1.401,6	1.346,1	4,1	30,3	24,4

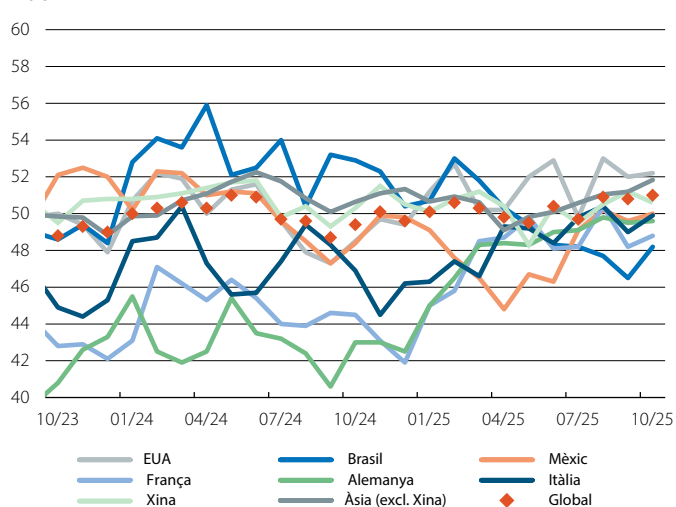
L'economia global va avançant, treva a treva

Relacions EUA-Xina: treva o truc? A l'avantsala de la cimera del fòrum Àsia-Pacífic (APEC), la gira asiàtica de Donald Trump ha deixat alguns gestos de distensió en les relacions comercials entre els EUA i la Xina. La reunió entre el president nord-americà i Xi Jinping, a Corea del Sud, va concloure amb un acord que inclou l'ajornament durant un any dels controls d'exportació anunciats per la Xina a l'octubre sobre les terres rares i els productes relacionats, la represa de les compres de soia nord-americana i una reducció general de 10 p. p. en els aranzels aplicats a les importacions xineses, a canvi d'una major cooperació en la lluita contra el trànsit de fentanil. Aquestes mesures podrien reduir l'aranzel efectiu mitjà aplicat pels EUA sobre les importacions xineses de prop del 40% al 30%, i l'aranzel total dels EUA del 16% al 14,5%. Es va obrir també la possibilitat de flexibilitzar les restriccions nord-americanes a l'exportació de xips avançats, i s'han suspès les restriccions addicionals a les operacions d'empreses xineses incloses a la llista d'entitats sancionades. A més a més, els EUA han aconseguit acords comercials amb diversos països ASEAN, i s'han anunciat nous acords amb Malàisia, Tailandia i el Japó per reforçar la cooperació en terres rares, la qual cosa marca una acceleració dels esforços dels EUA per «blindar» les seves cadenes de subministraments de minerals crítics davant un rerefons geoeconòmic nebulós.

Fulles de tardor: un trimestre de contrastos entre les economies avançades. En el 3T, el PIB de la zona de l'euro va créixer el 0,2% intertrimestral (vs. el 0,1% en el 2T). No obstant això, la dada agregada oculta una forta disparitat entre països. Alemanya i Itàlia continuen registrant un creixement feble, i les seves economies es van estancar en el 3T, després de les caigudes registrades en el 2T (el -0,2% i el -0,1%, respectivament), mentre que l'economia francesa es va accelerar i va registrar un creixement intertrimestral del 0,5%, impulsat per un augment de les exportacions de material aeronàutic. Aquesta divergència subratlla la fragilitat de l'economia europea, on l'economia espanyola va destacar, ja que sosté un creixement pròxim al 3%. D'altra banda, als EUA, el tancament del Govern federal des de l'1 d'octubre —ja el més llarg de la història—, mentre els republicans i els demòcrates no arriben a un acord per aprovar un projecte de llei que financi els serveis públics federals més enllà de l'1 d'octubre, quan va expirar el pressupost federal anterior, implica que la majoria de les publicacions d'estadístiques oficials, incloses les dades del PIB del 3T, s'han ajornat.

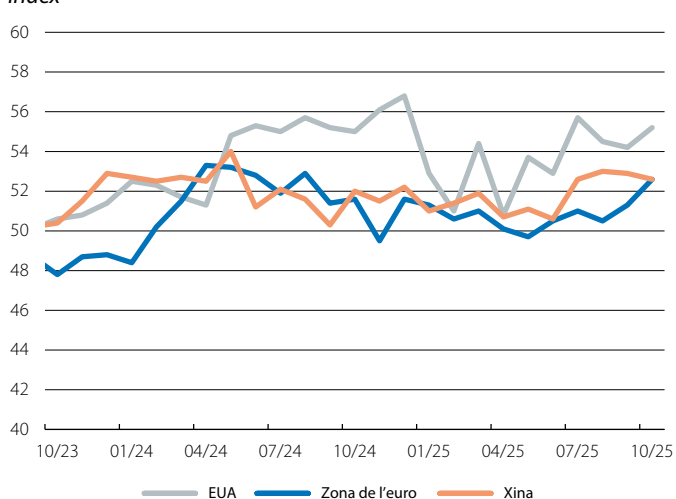
Una tardor sense ensurts, de moment. A la zona de l'euro, els indicadors d'activitat disponibles apunten a un inici de 4T positiu. El sentiment econòmic (ESI) de la Comissió Europea va millorar a l'octubre i va assolir el seu màxim des del març del 2023 (96,8 punts vs. 95,6 anterior), mentre que el PMI de manufactures es va situar en els 50,0 punts (vs. 49,8 anterior), amb millores a les economies més grans del bloc. El PMI de serveis ha millorat i s'ha situat en els 53,0 punts (vs. 51,3 anterior), un màxim des de l'agost del 2024. En aquest entorn, la inflació general va caure al 2,1%, mentre que la nucli es va mantenir en el 2,4%, amb el repunt destacat dels serveis (el +0,2 p. p., fins al 3,4%), que va

Global: PMI de manufactures



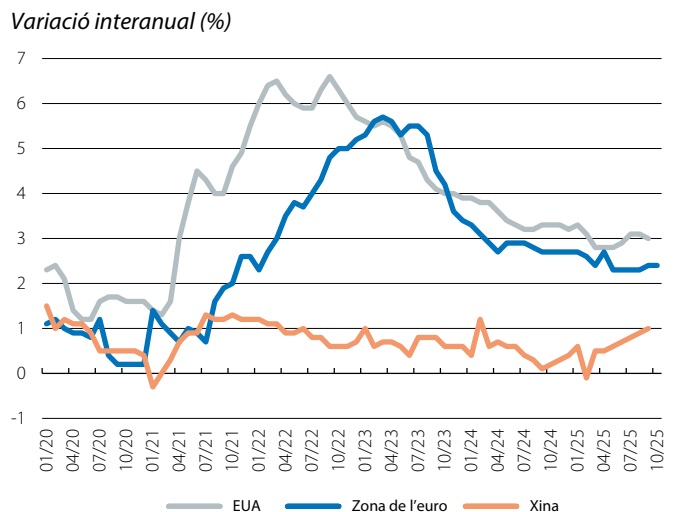
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global.

Global: PMI de serveis



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

Global: inflació nucli



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

contrarestar la moderació en els béns industrials i en els aliments i l'abaratiment de l'energia. Als EUA, el 4T va començar amb senyals positius, reflectits en el repunt del PMI compost a 54,8 punts, impulsat pels serveis (55,2 vs. 54,2 anterior) i per una lleugera millora en les manufactures (52,2 vs. 52,0 anterior). No obstant això, el ritme de creació d'ocupació es continua moderant, mentre que la inflació roman estable, la qual cosa ha permès a la Fed abaixar tipus a l'octubre, tot i que amb un missatge de cautela en relació amb les properes reunions ([vegeu la conjuntura de Mercats financers](#)).

La Xina, entre llums i ombres. L'economia xinesa va créixer l'1,1% intertrimestral en el 3T, una lleugera acceleració en relació amb el 2T, tot i que, en termes interanuals, el creixement s'ha alentit del 5,2% al 4,8%, i els indicadors mensuals mostren una desacceleració del consum privat i de la inversió. El ritme de creixement de les vendes al detall va caure (el 6,2% en el 2T i el 5,8% en el 3T), i la inversió a les àrees urbanes es va contreure el 0,5% interanual fins al setembre, la seva primera caiguda des del 2020. D'altra banda, la producció industrial i les exportacions es van accelerar al setembre (el 6,5% vs. el 5,2% anterior i el +8,3% vs. el 4,4% anterior, respectivament). Malgrat les fortes caigudes en les exportacions als EUA, les exportacions continuen oferint una palanca de creixement al gegant asiàtic, i els fluxos comercials amb l'anomenat Sud Global li han ofert un important matalàs. Enguany, destaca el repunt de les exportacions a l'Àfrica i a la resta d'Àsia, que ha accelerat una tendència observable en els últims anys. Així i tot, les dades de l'octubre apunten a un alentiment, amb un PMI manufacturer oficial baixant a 49,0 punts (49,8 al setembre), el nivell més baix des del maig, una tendència també observada en els PMI Rating Dog (50,6 vs. 51,2 anterior).

Els emergents, «punt dolç» en un entorn advers. Entre els vaivens de la geopolítica, les economies emergents continuen mostrant un dinamisme notable. Tot i que el PMI manufacturer va baixar lleugerament a l'octubre, als 51,1 punts, l'índex es continua mantenint en zona expansiva i prop del seu nivell més alt de l'any. Així mateix, les caigudes a la Xina o a Corea han estat contrarestades per les millores a l'Índia (59,2 punts, també prop dels màxims de l'any) i a diversos països de la regió ASEAN, com Tailàndia (56,6 punts, un màxim des del maig del 2023) o Vietnam (54,7, un màxim des de juliol del 2024), i per la recuperació del Brasil (48,2 punts vs. 46,5 anterior). Malgrat tot, les comandes d'exportació continuen per sota dels nivells de l'inici de l'any a la majoria de països. Per la seva banda, l'economia de Mèxic continua afectada per les polítiques comercials dels EUA. El PIB es va contreure el 0,2% en el 3T, la primera reculada anual des del 1T 2021. L'alentiment de l'activitat es va concentrar, principalment, a la indústria, mentre s'observa una desacceleració del consum i de la inversió. En la seva última reunió, Banxico va rebaixar els tipus d'interès en 25 p. b., fins al 7,5%, i va subratllar la preocupació per la feblesa econòmica davant la incertesa comercial. Així mateix, en la seva última actualització de tardor, l'FMI ha mantingut gairebé sense canvis les previsions per a les economies emergents respecte al seu escenari del juliol (el 4,2% el 2025 i el 4,0% el 2026) i ha remarcat el difícil entorn per a l'economia global, on el comerç mundial creixerà més lentament i on els fantasmes de la fragmentació, les restriccions migratòries i les vulnerabilitats fiscals es posaran de manifest.

Zona de l'euro: PIB

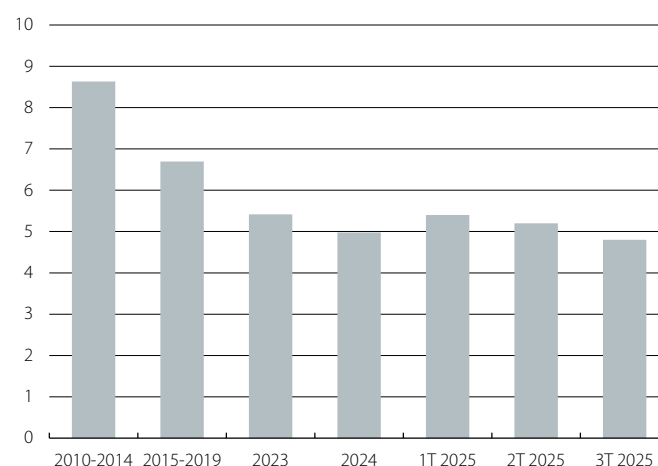
Variació interanual (%)



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

Xina: PIB

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina.

Xina: creixement de les exportacions

Variació interanual (%)

	3T 2025	2T 2025	1T 2025	2024	2018-2023
Exportacions totals	6,6	6,1	5,6	5,8	7,4
EUA	-27,3	-23,9	4,4	4,9	3,4
UE	11,2	9,2	3,6	3,1	5,9
ASEAN	18,4	17,5	7,7	12	11,3
Japó	3,6	6,7	2,8	-3,5	2,6
Índia	11,0	14,2	13,8	2,4	11,1
Àsia	14,1	12,3	6,3	6,7	7,0
Llatinoamèrica	6,4	5,1	9,6	13,1	12,3
Àfrica	41,5	31,4	11,3	3,6	10,8

Nota: S'utilitza la mitjana de creixement de les exportacions en els anys 2018-2023.

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

La Iniciativa de la Franja i la Ruta: una arma de doble tall? (part I)

Durant l'última dècada, la Xina s'ha convertit en un actor clau en el comerç global i en els fluxos d'inversió directa estrangera (IDE) cap a economies emergents. Ancorada en la Iniciativa de la Franja i la Ruta (BRI, per les sigles en anglès),¹ llançada el 2013, la seva ambiciosa política exterior ha buscat establir aliances i s'ha enfocat en la millora de la connectivitat regional, mitjançant inversions en infraestructures, i en la integració econòmica al continent euroasiàtic, però també a l'Àfrica i l'Amèrica Llatina.

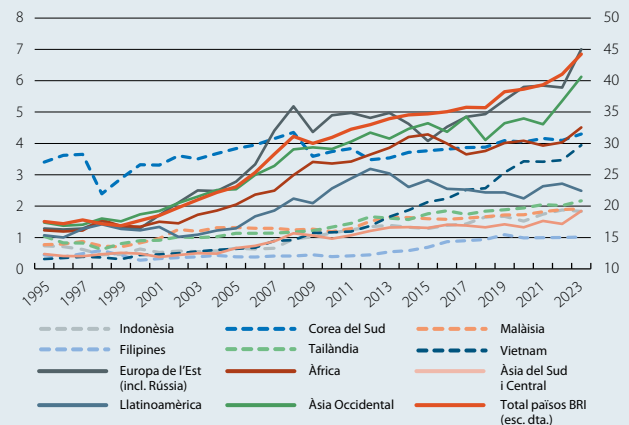
La BRI ofereix reducció de costos i de temps de transport, genera «economies d'aglomeració» al sector manufacturer i incentiva la mobilitat de recursos. D'altra banda, la participació en la BRI pot promoure la IDE xinesa i donar suport a la modernització del teixit productiu dels països participants.² Així mateix, els canals de comerç i d'inversió se situen entre els més rellevants per entendre els efectes econòmics de la BRI. En una sèrie de tres articles, analitzarem amb més profunditat el canal de comerç utilitzant dades detallades dels fluxos de comerç internacional.

Perfil exportador de la Xina: de gegant manufacturer a potència tecnològica

Tal com perseguia la BRI, la Xina ha aconseguit augmentar la seva quota d'exportacions globals, des de poc més del 5% a l'inici de segle (uns 500.000 milions de dòlars) fins al 15% (o 3,5 bilions de dòlars) d'avui dia, al mateix temps que les exportacions cap a països participants en la BRI han passat del 20% a més del 40% del total. A més a més, en els últims anys, s'ha observat una ràpida diversificació de destinacions d'exportació, amb un augment de la quo-

Xina: quota d'exportacions a països en la Iniciativa de la Franja i la Ruta (BRI)

(% de les exportacions totals de béns)



Nota: Es consideren països participants en la Iniciativa de la Franja i la Ruta els que han signat el «Memoràndum d'Entesa» (en total, més de 140). En el cas de Rússia, malgrat que no participa oficialment en la iniciativa, ha participat en diferents projectes d'infraestructura a la regió i en diversos fòrums organitzats en l'àmbit de la BRI.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Observatori de Complexitat Econòmica i de Nedopil, C. (2025), «China Belt and Road Initiative (BRI) Investment Report 2024».

ta de països participants en la BRI de gairebé 10 p. p.³ Així mateix, la Xina ha desenvolupat vincles a nous mercats, ha millorat la infraestructura de països que començaven a guanyar importància com a destinacions d'exportació i ha creat rutes de comerç alternatives a les destinacions tradicionals d'exportació, com els EUA, davant un augment imminent de les friccions comercials.

Per sectors, les exportacions xineses cap a països BRI han mostrat una tendència a l'alça generalitzada, però amb matisos. Per exemple, la quota de les exportacions de mobles i de productes relacionats cap a aquests països ha crescut 15 p. p. entre el 2018 i el 2023 (del 23% al 38%), després de mantenir-se gairebé estancada en la dècada anterior, mentre que la quota d'exportacions d'automòbils ha crescut 14 p. p. (del 40% al 54%) i ha assolit un nou màxim des del 2013 (quan es va situar en el 50%), en un període de fort creixement del sector. També s'observen acceleracions en sectors com els productes elèctrics i l'electrònica, mentre que, en els metalls, la quota de mercat es manté estable des del 2018.

La nova Ruta de la Seda: eix estratègic del comerç global xinès

En l'última dècada, els països participants en la BRI expliquen gairebé la meitat de l'augment de les exportacions

1. El nom fa referència a les antigues Rutes de la Seda, xarxes comercials que connectaven Àsia, l'Orient Mitjà i Europa des del segle II a. C. fins al segle XV d. C. D'ençà que es va anunciar la BRI, el 2013, cada any nous països han signat el «Memoràndum d'Entesa» per participar en el programa. La majoria dels països participants ho van fer entre el 2013 i el 2018, que va ser l'any amb més adhesions (62 en total), i es troben a Àsia i l'Àfrica, regions compostes majoritàriament per països amb majors necessitats d'inversió en infraestructures i que permeten a la Xina estendre la seva influència regional. En total, més de 140 països formen part de la iniciativa. Tot i que no existeix un llistat oficial de països participants, utilitzem la definició de Nedopil, C. (2025), «China Belt and Road Initiative (BRI) Investment Report 2024», Green Finance & Development Center.

2. Zhai, F. (2018), «China's Belt and Road Initiative: A preliminary quantitative assessment», *Journal of Asian Economics*, pàgs. 84-92, estima que la BRI podria tenir un impacte positiu sobre els fluxos de comerç i sobre el PIB, en particular, si l'acompanyen les millores institucionals. Vegeu també Bird, J., Lebrand, M. i Venables, A. (2020), «The Belt and Road Initiative: Reshaping economic geography in Central Asia?», *Journal of Development Economics*, i Yeung, H. i Huber, J. (2024), «Has China's Belt and Road Initiative positively impacted the economic complexity of host countries? Empirical evidence», *Structural Change and Economic Dynamics*, pàgs. 246-58.

3. L'índex de Herfindahl-Hirschman (HH) de concentració geogràfica de les exportacions de la Xina ha disminuït de 655,9 el 2011-2013 (652,4 el 2016-2019) a 451,6 el 2021-2023, la qual cosa indica una ràpida diversificació geogràfica de les seves exportacions. D'altra banda, l'índex de concentració per productes (a nivell HS4) de les exportacions xineses s'ha mantingut estable en el període (prop dels 170 punts).

de la Xina (vegeu el segon gràfic). Al *top 10* de destinacions que més hi han contribuït, hi ha quatre països que formen part de la iniciativa (15 al *top 30*), entre els quals destaca, en especial, Vietnam, amb una contribució del 7,8% al creixement total de les exportacions de la Xina en el període, la qual cosa converteix el país en la cinquena major destinació de les exportacions xineses, després d'haver assolit amb prou feines el *top 20* de les principals destinacions de les exportacions xineses una dècada abans. Altres països asiàtics participants en la BRI, com la Unió dels Emirats Àrabs, Tailàndia, Indonèsia o Filipines també han vist creixements substancials, així com alguns països de l'est europeu, mentre que Llatinoamèrica i l'Àfrica han registrat creixements significatius des del 2016-2018. D'altra banda, malgrat que els EUA han contribuït de manera significativa a l'augment de les exportacions de la Xina en el conjunt de l'última dècada (el 7% del total), la dinàmica ha anat canviant ràpidament. Mentre que, fins al 2016-2018, les exportacions de la Xina als EUA van créixer més del 20%, s'han contret en els anys següents. Així mateix, la quota de les exportacions als EUA ha baixat del 20% a prop del 15% del total.

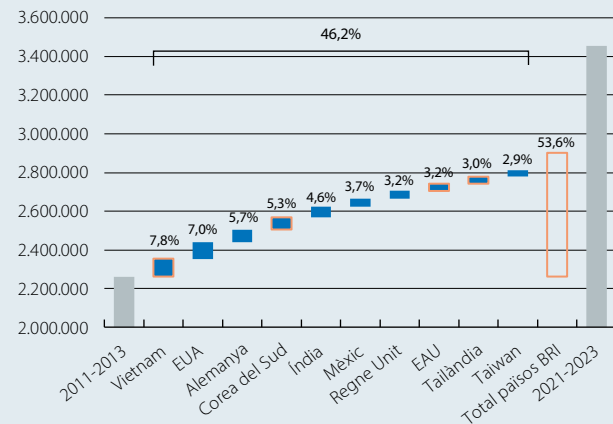
A més d'haver diversificat la distribució geogràfica de les exportacions, una anàlisi a nivell de producte mostra canvis profunds en les cadenes de valor xineses. Com a testimoni de la seva ràpida evolució tecnològica, la Xina ocupa avui dia el lloc 21 del *ranking* de complexitat tecnològica d'exportacions (ECI, per les sigles en anglès) de l'Observatori de Complexitat Econòmica, en relació amb el lloc 31 del 2013 i amb el lloc per sota del 50 fins al 2004. En l'última dècada, les majors contribucions a l'augment de les exportacions de la Xina s'han donat en sectors com l'electrònica i la maquinària, en els quals el país ha guanyat un paper clau. Destaquen, particularment, les bateries elèctriques i els automòbils, amb contribucions superiors al 6% i amb creixements nominals molt expressius. En conjunt, les exportacions d'aquests béns s'han multiplicat per 12 en el període. D'altra banda, destaca també la contribució del petroli refinat, les exportacions del qual s'han duplicat en 10 anys, principalment cap a països asiàtics.

La distribució dels fluxos comercials de cada país depèn de múltiples factors econòmics, geogràfics, institucionals o geopolítics. Això sí, queda clar que els esforços de la Xina en l'última dècada, ancorats en diverses iniciatives complementàries, a nivell extern (com la BRI) i a nivell intern (com la política industrial *Made in China 2025*), han aconseguit una transformació profunda de la seva estructura productiva i de les seves relacions comercials amb la resta del món, amb evidents derivades geopolítiques.

Luís Pinheiro de Matos (CaixaBank Research)
i Sergi Artés Sebastià (estudiant grau UPF)

Xina: exportacions totals i contribucions per país

(Milions de dòlars)

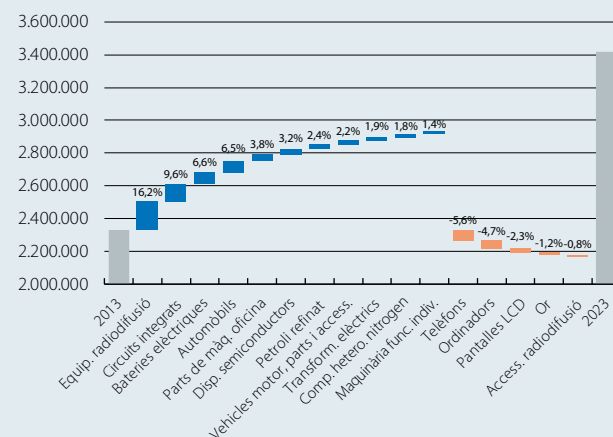


Notes: Les columnes amb vores taronges corresponen a països amb participació oficial en la BRI. Es mostra el top 10 de països amb majors contribucions a l'augment de les exportacions de la Xina, així com la contribució total dels països BRI.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Observatori de Complexitat Econòmica.

Xina: exportacions totals i contribucions per producte

(Milions de dòlars)



Nota: Es mostren les categories de productes (a nivell HS4) amb majors contribucions a l'augment de les exportacions de la Xina i els productes amb contribucions més negatives.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Observatori de Complexitat Econòmica.

Economies emergents: resiliència després de tres xocs globals

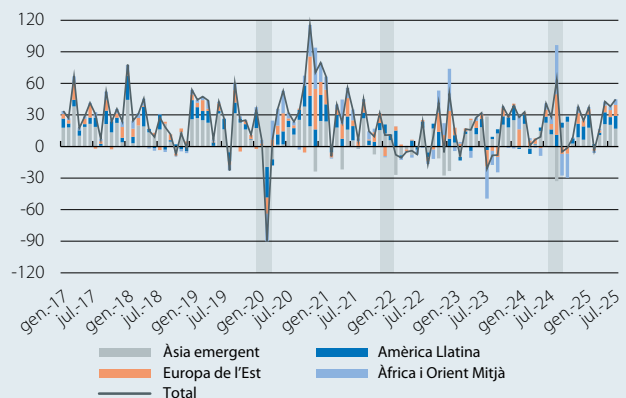
Les economies emergents¹ s'han enfrontat a tres grans xocs globals en els últims anys: la pandèmia de la COVID-19, la crisi energètica i alimentària derivada de la guerra a Ucraïna i el gir proteccionista impulsat pels EUA. L'efecte d'aquests episodis s'ha manifestat de manera heterogènia en aquest grup de països, tot i que, malgrat la seva magnitud, moltes economies emergents han mostrat una resiliència notable en termes d'estabilitat econòmica i de capacitat de recuperació financera.

Des del punt de vista macroeconòmic, la pandèmia va representar una forta contracció per a l'economia global. La caiguda dels ingressos, l'augment de l'atur i l'increment dels dèficits fiscals i del deute públic van comportar per als països emergents un descens del PIB del 2,1% el 2020, una caiguda de 6,7 p. p. en relació amb les projeccions prèvies a la pandèmia. No obstant això, la recuperació va ser més ràpida del que s'havia previst, i les posteriors seqüeles estructurals es van reduir, en gran part, gràcies al fet que l'impacte negatiu sobre la productivitat va ser menys persistent en el temps en relació amb el que s'havia patit en esdeveniments anteriors.² Amb la guerra d'Ucraïna, es va desencadenar el segon xoc, en forma d'una crisi energètica i alimentària que va comportar l'augment de la inflació a nivell mundial. En el cas dels emergents, la inflació es va situar al voltant del 10% el 2022. Malgrat que el repunt dels preus va afectar de manera desigual aquests països, van ser els importadors³ d'energia i d'aliments els més perjudicats, amb augments notables dels dèficits de les balances per compte corrent. Aquesta situació, a més a més, es va veure agreujada perquè, a nivell mundial, es va produir un enduriment sincronitzat de la política monetària que va derivar en l'encariment del servei del deute per als països emergents.

El tercer xoc, que podríem datar des de la victòria de Donald Trump a la presidència dels EUA, ha estat generat pel gir proteccionista d'aquest país, mitjançant la imposició d'aranzels generalitzats entre països i també sobre les importacions de sectors clau com els semiconductors, l'energia o l'automoció, entre d'altres.⁴ No obstant això, l'economia global, i la dels emergents en particular, ha mostrat un comportament millor del que s'esperava durant la primera meitat de l'any, gràcies a l'avançament de les importacions, a

Fluxos de capital de carteres

(Milers de milions de dòlars)



Notes: Recull els fluxos de capital invertit en renda variable i en renda fixa. Les franges grises corresponen a l'inici de cada xoc.

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

l'increment gradual dels aranzels (que ha evitat una guerra comercial) i al relaxament de les condicions financeres a la majoria de països.

A més a més, al llarg d'aquests cinc anys, la capacitat de resistència dels emergents s'ha observat en altres variables, com la recuperació gradual del saldo per compte corrent i l'endeutament extern sobre el PIB, tal com ho indica el nostre monitor de vulnerabilitat externa.⁵ En suma, aquesta progressió favorable ha propiciat que molts organismes internacionals hagin millorat les previsions de creixement per al conjunt dels emergents, com l'FMI, que ha revisat a l'alça les previsions de creixement del PIB⁶ per a enguany en dues ocasions, fins al 4,2% el 2025 i el 4,0% el 2026 (+0,5 p. p. i +0,1 p. p., en relació amb les previsions de l'abril, respectivament).

Ingredients per a la millora de la resiliència financera

A més de diferents elements conjunturals, s'han produït alguns canvis de fons que han esmorteït de forma progressiva l'efecte negatiu de cada xoc sobre les economies emergents.⁷ La COVID-19 va marcar un punt d'inflexió en un ampli nombre de països emergents, amb la presa de decisions i amb actuacions més contundents en política monetària i fiscal.

D'una banda, la resposta ràpida i contundent de moltes autoritats monetàries al repunt de la inflació per la disrupció de les cadenes globals de subministraments derivada de la pandèmia, que fins i tot en el cas del Brasil, de Mèxic i de Rússia es va anticipar a la de la Fed i el BCE, va ser l'inici cap a un marc monetari més sòlid, guiat per l'objectiu d'ancorar

1. L'FMI considera que les economies o els mercats emergents són aquells països en desenvolupament que mostren un creixement econòmic significatiu, una industrialització accelerada i una integració creixent en l'economia global. Els països que formen aquest grup són: Mèxic, el Brasil, l'Argentina, Colòmbia, Xile, el Perú, la Xina, l'Índia, Indonèsia, Malàisia, Corea del Sud, Vietnam, Filipines, Tailàndia, Taiwan, l'Aràbia Saudita, la Unió dels Emirats Àrabs, Sud-àfrica, Nigèria, Egipte, Kenya, Polònia, la República Txeca, Turquia, Rússia, Hongria i Romania.

2. Vegeu Jackson, C. i Lu, J. (2023), «Revisiting Covid Scarring in Emerging Markets», FMI.

3. Vegeu Lebrand M., Vasishtha, G. i Yilmazkuday, H. (2023), «Energy price shocks and current account balances, evidence from Emerging Market and Developing Economies», World Bank.

4. Vegeu Kohlscheen, E. i Rungcharoenkittul, P. (2025), «Macroeconomic impact of tariffs and policy uncertainty», BIS Bulletin, 110.

5. Vegeu el Focus «Una primera valoració de la vulnerabilitat externa dels emergents», a l'IM10/2023.

6. Vegeu FMI, «World Economic Outlook, October 2025: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim».

7. Vegeu «Chapter 2: Emerging Markets resilience: Good luck or Good policies», World Economic Outlook, Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim, octubre del 2025.

les expectatives d'inflació i per la menor dependència de les intervencions canviàries. A més a més, l'autonomia en la presa de decisions ha comportat un augment de la credibilitat d'aquests bancs centrals.

De l'altra, en matèria fiscal, la introducció de regles pressupostàries, malgrat l'heterogeneïtat entre països, i l'inici de la consolidació fiscal abans que en crisis anteriors, han aportat una relativa estabilitat fiscal al bloc emergent. No obstant això, i com s'apunta des de l'FMI, encara queda força per fer en aquest terreny. S'ha observat que, per exemple, malgrat l'existència de regles fiscals en alguns països de l'Amèrica Llatina, s'han produït desviacions fiscals que han incrementat la vulnerabilitat del deute.

Els fluxos de capital, menys volàtils i més selectius

El resultat dels avanços experimentats en les dues esferes, la monetària i la fiscal, ha estat essencial per promoure la resiliència dels països emergents. Aquesta fortalesa s'ha reflectit a través d'un dels aspectes clau en l'escenari global: els fluxos de capital.

Històricament, els mercats financers emergents s'han mostrat més vulnerables als xocs globals. Habitualment, la seva irrupció desencadenava un moviment de *risk-off* entre els inversors globals, caracteritzat per la sortida de fluxos de capital d'aquests mercats, per la depreciació de les seves divises i per l'enduriment de les condicions financeres domèstiques (utilitzat com a eina per esmorteir l'encariment del deute extern). No obstant això, l'experiència posterior als xocs dels últims anys deixa una lectura favorable i diferent de la tradicional.

Com ho destaca l'FMI,⁸ s'ha observat que aquells països on els bancs centrals han mostrat una major autonomia i han aconseguit ancorar millor les expectatives d'inflació també han reduït la necessitat d'intervenir en les seves divises. Igualment, la consolidació fiscal primerenca ha contingut els riscos sobirans, ha moderat els *spreads* i ha facilitat l'accés al finançament extern.

A més a més, l'esforç de moltes d'aquestes economies per construir institucions i marcs de política creïbles i estables ha afavorit el desenvolupament d'uns mercats en divisa local que, a més d'atreure inversors estrangers, compten cada vegada més amb la participació d'inversors domèstics, peça rellevant per sostenir el creixement d'aquestes economies i per reduir els episodis d'inestabilitat financera. Segons l'Institute of International Finance, a l'agost, es van produir entrades netes de capital per valor de 45.000 milions de dòlars als països emergents, amb un repunt notable en el deute denominat en moneda local.

No obstant això, la recuperació no ha estat homogènia. En un escenari com l'actual, marcat per les tensions geopolítiques, per la incertesa comercial i per la divergència monetària, els fluxos d'inversió s'han concentrat en aquells països amb fonaments sòlids o menys exposats als aranzels de Trump, mentre que, en uns altres, s'observen sortides o comportaments erràtics. Per exemple, els fluxos s'han sostingut en països com el Brasil, l'Índia, el Perú, Xile i Sud-àfrica. En canvi, països com Mèxic, l'Argentina, Turquia o Colòmbia han estat subjectes a una major volatilitat.

Beatriz Villafranca

Monitor de vulnerabilitat externa

	Balança per compte corrent (% del PIB)	Deute extern (% del PIB)	Deute extern c/t (% deute extern)	Deute extern c/t (% reserves)	Tipus d'interès efectiu deute extern (%)	Entrades IDE (% del PIB)	Prima de risc deute extern emès en dòlars (p. b.)	Ranking de vulnerabilitat externa De més a menys risc
Turquia	-2,1 (-3,9)	31,9 (-16,5)	32,4 (9)	191,7 (70)	5,3 (2,2)	0,3 (-0,5)	N/A	1
Argentina	-1,6 (-0,9)	39,4 (-26,2)	17,2 (-6,8)	146,1 (-12,7)	6,2 (-3)	0,2 (-0,9)	1.150 (-190)	2
Malàisia	1,8 (-1,8)	62,2 (2,5)	42,5 (1,4)	107,5 (15,5)	2,6 (-0,2)	1,2 (0,8)	40 (-20)	3
Egipte	-4,1 (-1,1)	42,9 (11)	17,7 (7,6)	78,4 (51,6)	5,4 (2,2)	3,4 (1)	550 (40)	4
Sud-àfrica	-0,1 (2,5)	41,2 (-6,3)	22,4 (3,8)	73,2 (2,6)	5,1 (0,8)	0,7 (0,2)	300 (-20)	5
Xile	-2,1 (3,2)	78,9 (1,3)	8 (-1,9)	49 (0,9)	3,7 (3,3)	3,3 (2,2)	80 (-10)	6
Perú	1,3 (2)	28,6 (0,2)	N/A	N/A	2,7 (-0,2)	0,2 (-2)	130 (20)	7
Tailàndia	3 (-4)	34,7 (4,5)	45,9 (11,3)	37,8 (10,2)	11,1 (8,6)	-1,5 (-0,7)	150 (20)	8
Rússia	1,9 (-2,2)	11,6 (-14,5)	44,9 (31)	31,7 (16,3)	10,9(5,2)	0,2 (-0,4)	1.310 (1.090)	9
Colòmbia	-2,9 (1,7)	48,9 (5,3)	10,2 (-1,1)	35,1 (5)	6,6 (2,4)	2,2 (-1,1)	310 (100)	10
Xina	2,8 (2)	13,7 (0,5)	46,5 (-10,5)	41,2 (2,6)	4,7 (0,1)	-0,8 (-1,1)	10 (-40)	11
el Marroc	-2 (1,5)	42 (-0,5)	14,4 (-1,5)	27 (-7,3)	4,3 (2,9)	0,8 (0,2)	210 (-40)	12
Brasil	-3,3 (0,2)	27,1 (-4,2)	13,9 (0,1)	26,7 (4,3)	11 (6,6)	2,2 (-0,3)	190 (-70)	13
Mèxic	-0,7 (-0,4)	32,7 (-14,6)	10,9 (2)	29,4 (-1,9)	5,1 (0,7)	1,4 (-0,4)	190 (-40)	14
Filipines	-4,6 (-3,7)	22,5 (3,2)	14 (-6,6)	19,3 (-2,3)	5,7 (3,5)	1 (-0,4)	80 (0)	15
Índia	-0,3 (0,8)	18,3 (-1,3)	19,5 (0,6)	22,6 (-2,1)	2,1 (-1)	0,2 (-1,1)	90 (-40)	16
Aràbia Saudita	-2 (-6,3)	32,3 (13)	18,7 (-9,6)	18,6 (8,5)	4,9 (2,3)	-0,1 (1,2)	N/A	17
Algèria	-1,4 (7,2)	2,8 (-0,1)	26,8 (-14,4)	3,5 (-0,1)	2,6 (1,7)	0,3 (-0,4)	610 (140)	18

Notes: Els valors corresponen a la situació de les variables en el 2T 2025. Entre parèntesis, es recull la variació en p. p. de les variables entre el 2019 i el 2T 2025.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Oxford Economics i d'LSEG Workspace.

8. Vegeu la nota al peu 6.

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

ESTATS UNITS

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Activitat									
PIB real	2,9	2,8	2,4	2,0	2,1	...	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	5,2	3,4	4,1	4,8	4,9	...	5,4	...	...
Confiança del consumidor (valor)	105,4	104,5	110,6	99,8	93,1	97,4	97,8	95,6	94,6
Producció industrial	0,2	–0,3	–0,3	1,2	0,9	...	0,9	...	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,2	50,1	48,7	48,6	48,7	49,1	48,7
Habitatges iniciats (milers)	1.421	1.371	1.387	1.401	1.354	...	1.307	...	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	312	330	336	340	338	...	337	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	4,0	4,1	4,1	4,2	...	4,3	...	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,3	60,1	59,9	60,0	59,8	...	59,6	...	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–2,8	–3,0	–3,5	–3,6	...	...	...	...
Preus									
Inflació general	4,1	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	2,9	3,0	...
Inflació nucli	4,8	3,4	3,3	3,1	2,8	3,1	3,1	3,0	...

JAPÓ

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Activitat									
PIB real	1,2	0,1	1,2	1,7	1,7	...	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	35,1	37,2	36,1	34,7	32,8	34,6	34,9	35,3	35,8
Producció industrial	–1,4	–3,0	–2,5	2,5	0,8	0,4	0,1	1,6	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	14,0	12,0	13,0	14,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–0,9	–0,7	...	...	...	...
Preus									
Inflació general	3,3	2,7	2,9	3,8	3,4	2,9	2,7	2,8	...
Inflació subjacent	3,9	2,4	2,3	2,7	3,2	3,2	3,3	3,1	...

XINA

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Activitat									
PIB real	5,4	5,0	5,4	5,4	5,2	4,8	–	–	–
Vendes al detall	7,8	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	3,4	3,0	...
Producció industrial	4,6	5,6	5,6	6,8	6,2	5,8	5,2	6,5	...
PMI manufactures (oficial)	49,9	49,8	50,2	49,9	49,4	49,5	49,4	49,8	49,0
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	865	997	997	1.086	1.146	1.177	1.169	1.177	...
Exportacions	–5,1	4,6	10,0	5,7	6,0	6,5	4,3	8,2	...
Importacions	–5,5	1,0	–1,8	–6,9	–0,9	4,3	1,2	7,4	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,2	0,2	–0,1	0,0	–0,2	–0,4	–0,3	...
Tipus d'interès de referència ³	3,5	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi per dòlar	7,1	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,1	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	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Vendes al detall (variació interanual)	-1,9	1,2	2,2	2,0	2,8	1,7	1,6	1,0	...
Producció industrial (variació interanual)	-1,6	-3,0	-1,6	1,5	1,4	...	1,1	...	...
Confiança del consumidor	-17,4	-14,0	-13,5	-14,1	-15,7	-15,0	-15,5	-14,9	-14,2
Sentiment econòmic	96,2	95,7	95,1	95,5	94,4	95,6	95,4	95,6	96,8
PMI manufactures	45,0	45,9	45,4	47,6	49,3	50,1	50,7	49,8	50,0
PMI serveis	51,2	51,5	50,9	51,0	50,1	50,9	50,5	51,3	53,0
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,5	1,2	0,7	0,7	0,7	...	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,2	6,3	6,4	6,3	6,3	6,3	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,1	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	...
França (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,3	7,5	7,5	7,5	7,5	7,6	...
Itàlia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,2	6,3	6,3	6,0	6,0	6,1	...
PIB real (variació interanual)	0,6	0,8	1,3	1,6	1,5	1,3	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-0,7	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,3	-	-	-
França (variació interanual)	1,6	1,1	0,6	0,6	0,7	0,9	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	1,1	0,5	0,5	0,7	0,5	0,4	-	-	-

Preus

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
General	5,5	2,4	2,2	2,3	2,0	2,1	2,0	2,2	2,1
Nucli	5,0	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4

Sector exterior

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Saldo corrent	2,0	3,4	3,4	3,0	3,6	...	5,1	...	...
Alemanya	5,5	5,8	5,8	5,4	6,6	...	9,4	...	...
França	-1,0	0,1	0,1	0,0	-0,3	...	-0,7	...	...
Itàlia	0,2	1,1	1,1	0,9	1,3	...	2,5	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,7	95,0	94,1	93,5	96,7	98,5	98,3	98,7	98,2

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

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

La demanda interna, suport de l'economia espanyola

La demanda interna guanya un major protagonisme. L'economia espanyola continua avançant amb força. El PIB va créixer el 0,6% intertrimestral en el 3T 2025, molt per damunt, com és la tònica habitual, del creixement de la zona de l'euro, del 0,2%. La composició del creixement va llançar un quadre molt favorable, tot i que amb alguns clarobscurs. L'economia creix perquè les llars gasten més –el consum privat va créixer l'1,2% intertrimestral– i perquè les empreses inverteixen més –la inversió va créixer l'1,7% intertrimestral. Puntualment, hem vist també un repunt del consum públic, que va créixer l'1,1% intertrimestral, però es produeix després de tres trimestres de quasi estancament, de manera que, en termes interanuals, el consum públic creix un modest 1,3% en el 3T.

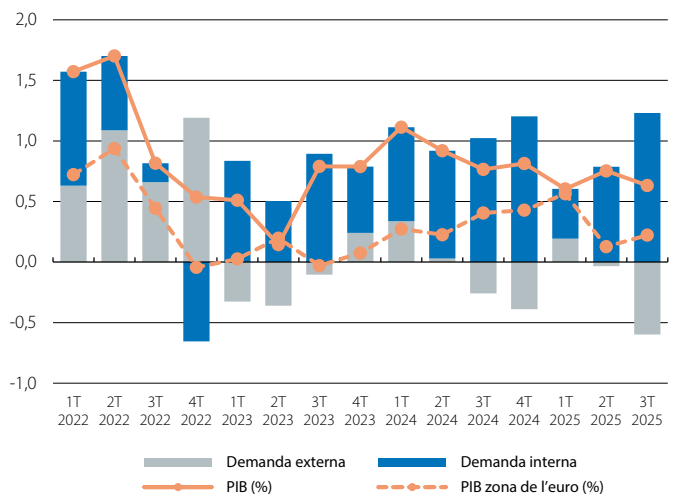
En el seu conjunt, la demanda interna va aportar 1,2 p. p. al creixement intertrimestral del PIB. Una xifra molt elevada, que, amb l'excepció del 4T 2024, no vèiem des del final del 2021, en plena recuperació postpandèmia. La nota negativa la presenta la demanda externa, que va restar 0,6 p. p. al creixement del PIB. Aquest comportament és degut a una caiguda de les exportacions, del 0,6% intertrimestral, al costat d'un notable avanç de les importacions, de l'1,1% intertrimestral. D'aquesta manera, si el sector exterior va ser un dels principals pilars del creixement el 2023 i encara va aconseguir contribuir lleugerament al creixement del PIB el 2024, el 2025 està restant.

Van per separat: el saldo comercial de béns es deteriora, mentre que el de serveis millora. El mal comportament de les exportacions en el 3T va ser degut al capítol de les exportacions de béns. Les dades de duanes fins a l'agost confirmen que el saldo comercial de béns va mantenir la seva tendència al deteriorament, i això és degut, íntegrament, als béns no energètics. Així, en l'acumulat fins a l'agost, el saldo comercial de béns no energètics va llançar un dèficit del 0,8% del PIB, en relació amb un dèficit de tot just el 0,1% del PIB en el mateix període de l'any passat. Una gran part d'aquestes 7 dècimes de PIB que hem perdut són degudes a un menor creixement de les exportacions, que, segurament, estan acusant el gir proteccionista dels EUA. En canvi, els serveis continuen llançant molt bones dades, tot i que no aconsegueixen compensar del tot el deteriorament pel costat dels béns. Així, els serveis turístics avancen en línia amb el comportament de l'any anterior, i els serveis no turístics el superen: el superàvit acumulat fins a l'agost es va situar en l'1,9% del PIB, 0,3 p. p. més que en el mateix període del 2024. De tota manera, el superàvit per compte corrent no perilla: en l'acumulat fins a l'agost, el compte corrent llança un superàvit del 2,2%, amb prou feines 0,3 p. p. per sota del mateix període de l'any anterior.

Els primers indicadors disponibles apunten al fet que la demanda interna manté un to robust. La fortalesa de la demanda interna es basa, en gran part, en la solidesa del mercat laboral. Segons l'EPA, l'ocupació va créixer el 0,4% intertrimestral en el 3T, un ritme dinàmic. Per la seva banda, les dades d'afiliació de l'octubre, el primer mes disponible del 4T, continuen sorprenent a l'alça, amb un augment de gairebé 142.000 treballadors, el major

Espanya: PIB

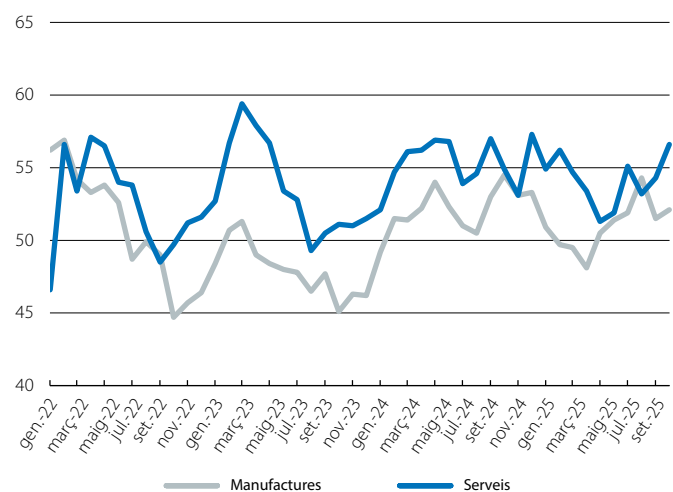
Variació intertrimestral (%) i contribucions (p. p.)



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

Espanya: PMI

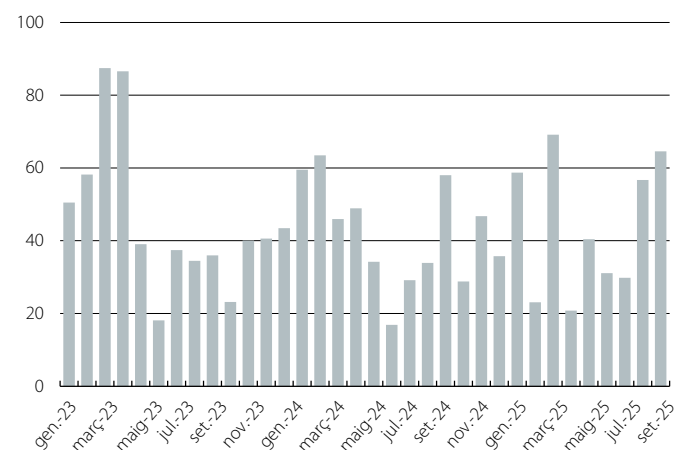
Nivell



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social*

Variació intermensual (milers de persones)



Nota: * Sèrie corregida d'estacionalitat.

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

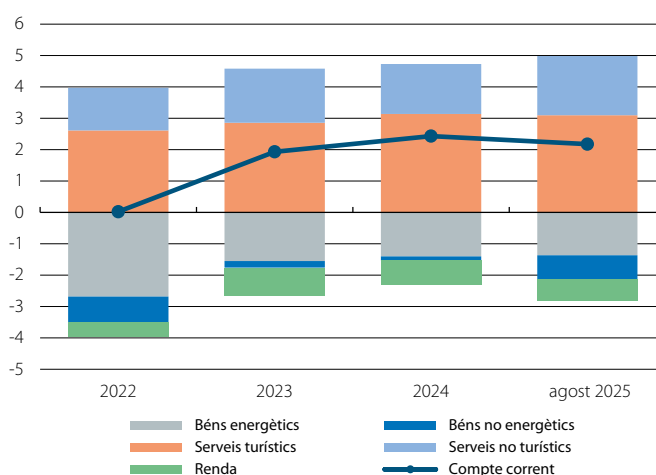
avanç en un mes d'octubre, amb l'excepció del 2021. Amb aquesta dada, l'afiliació a l'octubre se situa ja el 0,52% per damunt de l'afiliació mitjana del 3T, de manera que tot fa pensar que, en el 4T, veurem una acceleració de la taxa intertrimestral de creixement de l'afiliació (el creixement intertrimestral en el 3T va ser del 0,48%).

Per la seva banda, els índexs PMI també suggereixen una bona evolució de l'activitat. A l'octubre, el PMI per al sector manufacturer va avançar 0,6 punts, fins a situar-se en els 52,1 punts, un registre àmpliament superior al llindar que marca creixement al sector (50 punts). Així mateix, el PMI per al sector serveis va guanyar 2,3 punts i va assolir els 56,6 punts, el registre més alt dels 10 últims mesos, i que apunta a un notable ritme de creixement al sector. Finalment, amb dades fins al 21 d'octubre, [l'indicador de Consum de CaixaBank Research](#), basat en la despesa de les targetes i en els reintegraments, degudament anonimitzats, mostra una acceleració en el ritme de creixement interanual de 0,4 p. p. en relació amb el mes anterior, fins a assolir el 4,8% (el 3,2% en la mitjana del 3T). En conjunt, les bones xifres d'ocupació i dels indicadors de sentiment i de consum apunten al fet que la demanda interna manté el vigor en l'últim trimestre de l'any.

L'electricitat manté la inflació al voltant del 3%. A l'octubre, la inflació a Espanya es va situar en el 3,1%, 0,1 p. p. per damunt del mes passat, i va ampliar el diferencial en relació amb la zona de l'euro, on la inflació ha baixat 0,1 p. p., fins al 2,1%. Aquest diferencial, que, a primera vista, podria ser preocupant, cal matisar-lo, atès que s'explica, en gran part, pel component energètic. La inflació nucli, que exclou l'energia i els aliments del còmput, es va situar en el 2,7% a Espanya al setembre, en relació amb el 2,4% de la zona de l'euro, una diferència molt menor. Malgrat això, persisteix un cert diferencial, fins i tot a la nucli, derivat del component de serveis. Si entrem en el detall d'aquest component, la seva evolució està cada vegada més marcada per la dinàmica dels serveis de revaloració periòdica. En la seva última actualització, aquests serveis van experimentar un notable increment, la qual cosa manté la seva taxa de variació interanual estable en nivells relativament elevats. És el cas, per exemple, de les assegurances de salut i dels vehicles de motor, la inflació mitjana de les quals, des de l'inici d'enguany fins al setembre, últim mes per al qual disposem de dades del desglossament, se situa en el 10,3% i en el 9,5%, respectivament. Pel costat del component energètic, en els propers mesos, en la mesura que els mercats de futurs apunten al fet que el preu del petroli i del gas natural s'hauria de mantenir contingut i que, al gener del 2026, l'impacte de la pujada de l'IVA de la factura de l'electricitat que es va produir al gener de 2025 caurà fora del còmput de la inflació, la contribució d'aquest component a la inflació s'hauria de reduir.

La compravenda d'habitatges a Espanya trenca la tendència alcista. Les compravendes van registrar un descens interanual del 3,4% a l'agost, la primera caiguda des del 2024. Tot i que és prematur extreure conclusions definitives a partir d'una única dada en un mes que tradicionalment presenta baixa activitat residencial, és un primer senyal de moderació en el ritme de creixement de la demanda. En qualsevol cas, l'activitat del sector continua sent elevada: des de l'inici d'enguany, s'han tancat prop de 470.000 operacions, la qual cosa representa un increment del 16% en relació amb el mateix període del 2024.

Espanya: saldo per compte corrent (% del PIB)

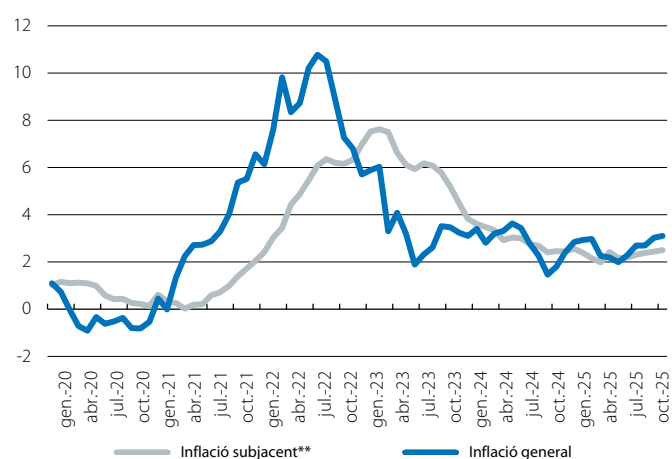


Nota: Dades acumulades de l'any.

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

Espanya: inflació general i subjacent*

Variació (%)

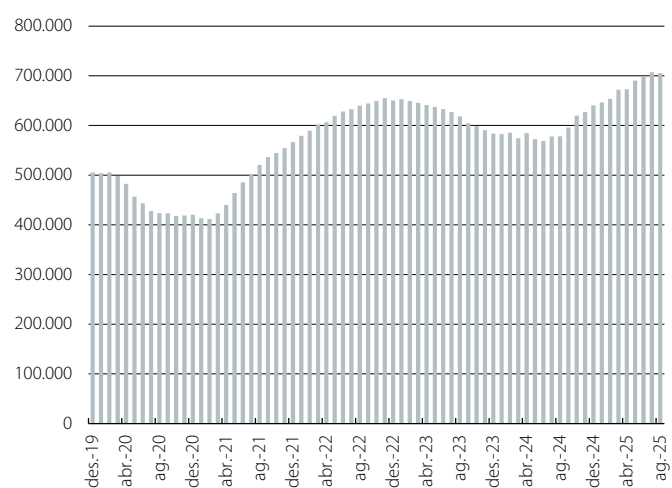


Notes: * Les dades de l'octubre són preliminars. ** La inflació subjacent exclou els aliments no processats i l'energia.

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

Espanya: compravendes d'habitatge

Unitats



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

La posició d'Espanya davant les vulnerabilitats globals de les finances públiques

Les finances públiques tornen a estar en el punt de mira.¹ I això ho expliquen dos factors principals. El primer són les pressions de dominància fiscal als EUA. La dominància fiscal consisteix en el fet que la situació fiscal d'un país, quan es tensiona, pot pressionar el banc central perquè es desviï del seu objectiu d'estabilitat de preus i abaixi més els tipus d'interès. En influir sobre els tipus d'interès, i, per tant, sobre el cost del deute i dels dèficits públics, qualsevol acció de política monetària té conseqüències fiscals.² Als EUA, en l'actualitat, dos terços del deute públic en circulació tenen un venciment inferior a cinc anys. L'any passat, aproximadament un terç del deute emès tenia un venciment inferior a un any. Aquesta inclinació cap a emissions a curt termini també s'ha observat al Canadà, a Alemanya, a França i a altres països de l'OCDE. Més del 40% dels més de 50 bilions de dòlars en deute sobirà pendent de l'OCDE hauran de ser refinançats en els tres propers anys.

El segon factor és la incertesa política a França pel bloqueig polític que ha desembocat en la dimissió de tres primers ministres en menys d'un any (Michel Barnier, François Bayrou i Sébastien Lecornu, tot i que aquest últim ha format un nou Govern i ha continuat sent primer ministre). En un context de dèficits elevats i de deute públic en augment, aquesta inestabilitat ha provocat un repunt de la prima de risc per damunt dels 80 p. b., el mateix nivell que la italiana i molt per damunt dels nivells de la prima d'Espanya, que s'ha reduït fins als 54 p. b. (prop dels 70 p. b. al gener). A França, la situació fiscal ha comportat una rebaixa de qualificació per part de Fitch, que ha reduït la nota d'AA- a A+ al setembre del 2025, seguida d'una rebaixa similar per part de S&P a l'octubre i d'un canvi a perspectiva negativa per part de Moody's al final d'aquest mateix mes. En canvi, al setembre, S&P, Moody's i Fitch han millorat la qualitat creditícia d'Espanya: S&P ha pujat el *rating* d'A a A+, Moody's l'ha passat de Baa1 a A3 i Fitch l'ha millorat d'A- a A.

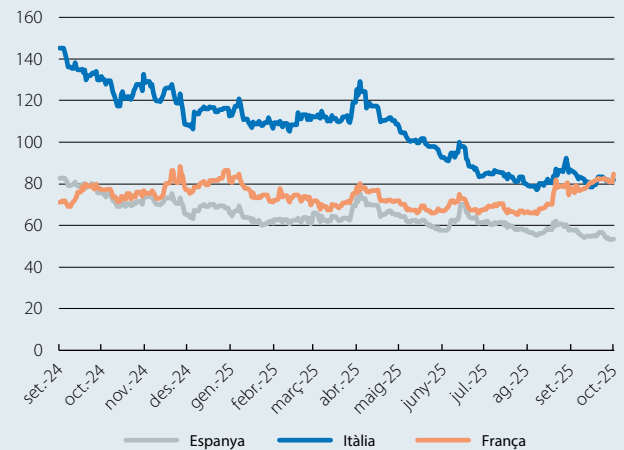
En aquest article, analitzem dimensions clau de les finances públiques espanyoles, com la durada del deute públic o la sensibilitat de la prima de risc a altres economies, per avaluar fins a quin punt ens poden impactar el complex entorn global i els riscos fiscals a la resta d'Europa.

Finances públiques d'Espanya i de França: contrastos reveladors

Les finances públiques d'Espanya i de França mostren un contrast molt clar. La despesa pública del país gal té un pes del 57% del PIB, uns 12 punts més que a l'economia espa-

Zona de l'euro: primes de risc

(p. b.)



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

nyola. El deute públic francès tancarà l'any al voltant del 116% del PIB i ha crescut de manera significativa en els últims anys (el 109,8% el 2023). En canvi, tot i que el deute públic espanyol se situa lleugerament per damunt del 100% del PIB, un nivell superior al de la majoria de les economies desenvolupades (el 75% presenta un nivell inferior), s'ha anat reduint des del 115,6% del 2021 i es troba per sota del de grans economies com Itàlia, els EUA i el Japó. La ràtio de deute ha disminuït gràcies al dinamisme econòmic –el PIB nominal ha crescut el 28,8% entre el 2021 i el 2024– i a la reducció del dèficit primari des del 4,5% del PIB del 2021 fins al saldo gairebé equilibrat previst per al 2025. La reducció del dèficit s'explica per la fortalesa dels ingressos públics (el +27,2% entre el 2021 i el 2024), arran de la fortalesa del mercat laboral, i per un creixement més contingut de les despeses (el +16,0% entre el 2021 i el 2024, un cop exclosos els interessos i les despeses extraordinàries associades a la DANA), propiciat per la retirada progressiva de les mesures per mitigar l'encariment energètic. De cara al 2025, l'execució pressupostària apunta a un dèficit públic que se situarà a Espanya per sota de l'objectiu del 2,8% del PIB (el 2024, el dèficit va ser del 3,2%), mentre que, a França, es preveu que assoleixi gairebé el 5,5% del PIB.

Més enllà de la reducció del dèficit i del deute en termes de PIB a curt termini i de les pressions a l'alça sobre els comptes públics a llarg termini, temes que hem analitzat detalladament en aquestes mateixes pàgines,³ en aquest article, analitzem altres dimensions clau de les finances públiques

1. Vegeu el Focus «Les finances públiques (també) en el punt de mira», a l'IM07/2025.

2. Vegeu Haldane, A. (2025), «Fiscal populism' is coming for central banks», Financial Times, 21 de juliol.

3. Vegeu, per a una visió a curt termini, el Focus «Menys dèficit públic el 2025 a Espanya, però els reptes estructurals persisteixen», a l'IM06/2025, i, per a una visió a llarg termini, els Focus «L'impacte de l'envelliment sobre les finances públiques: un veritable repte per a Espanya i per a Europa», a l'IM09/2025, i «Els límits del deute», a l'IM01/2025.

espanyoles. Començant per la vida mitjana del deute públic en circulació, Espanya va aprofitar, com la resta de les economies europees, els anys dels programes d'expansió quantitativa per augmentar la vida mitjana del deute, fins a situar-lo al voltant dels vuit anys. El percentatge de deute públic espanyol a 1 any o menys emès fins a l'agost del 2025 ha estat del 33,9%, prop del 31,3% d'un any abans. I, si calculem la vida mitjana de les noves emissions el 2025, veiem una petita reducció: 6,6 anys, en relació amb els 7,2 anys dels vuit primers mesos del 2024. Malgrat aquesta petita reducció en la vida mitjana de les noves emissions, la vida mitjana del deute públic en circulació a Espanya es manté força estable, mentre que, a França, sí que s'observa que ha flexionat lleugerament a la baixa (vegeu el segon gràfic).

Prima de risc i fonaments macro

El tipus d'interès a 10 anys del deute públic espanyol, i, per tant, la seva diferència amb el tipus alemany –l'anomenada prima de risc–, depèn dels fonaments macroeconòmics del país i de l'entorn global.⁴ Per exemple, la capacitat de pagament d'Espanya depèn del seu nivell d'endeutament i del creixement de l'economia. Així mateix, la situació de l'economia europea en conjunt i la seva inflació determinen la política monetària que fixa el BCE, amb la qual influeix tota la constel·lació de tipus d'interès. A més a més, també són importants factors globals com els tipus d'interès dels EUA. Amb tots aquests ingredients, i a partir de les relacions històriques entre ells, podem estimar la prima de risc coherent amb els fonaments macroeconòmics: l'anomenada «prima macro».⁵

Els fonaments macro solen ser uns bons indicadors de les primes de risc al mercat, tot i que, en els últims anys, hi ha moments de divergència: el 2018, amb l'aprofundiment de la política monetària no convencional del BCE iniciada el 2015 i que, el 2020, enllaça amb l'eclosió de la COVID-19, observem unes primes de risc persistentment inferiors a la prima macro. Més enllà d'aquestes fases de desacoblament, cal destacar que, en l'actualitat, la prima macro d'Espanya està molt alineada amb la prima de risc observada. O, el que és el mateix, la prima de risc del mercat és coherent amb els fonaments macroeconòmics.

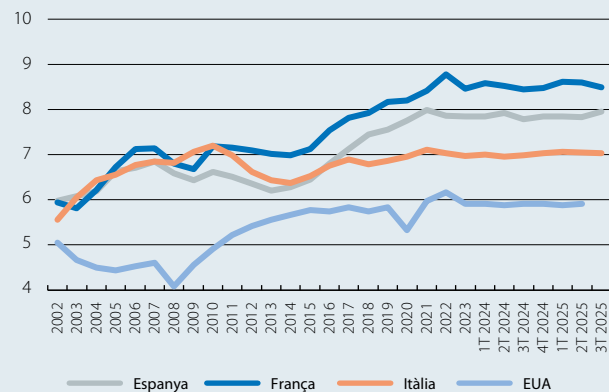
Sensibilitat entre primes: es redueix en el cas espanyol

Aquest alineament de la prima de risc espanyola amb els fonaments macroeconòmics suggereix que el mercat ha recollit una menor sensibilitat de la prima de risc espanyola a altres primes. Per testar aquesta hipòtesi, mirem la sensibilitat històrica de la prima de risc espanyola als canvis en la prima italiana i en la francesa en diferents moments en el temps. Al quart gràfic, s'observa que aquesta sensibilitat

4. Vegeu el Focus «La fragilitat macroeconòmica dels tipus d'interès», a l'IM10/2020.

5. Obtenim un poder explicatiu proper al 70%.

Vida mitjana del deute públic en circulació (Anys)

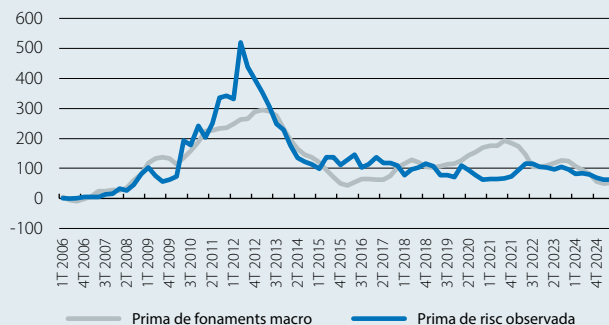


Nota: Última dada disponible: agost per a Espanya i França, juliol per a Itàlia i juny per als EUA.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Tresor espanyol, de l'Agence France Trésor i del Banc d'Itàlia.

Prima de risc sobirana per al deute espanyol a 10 anys*

(p. b.)

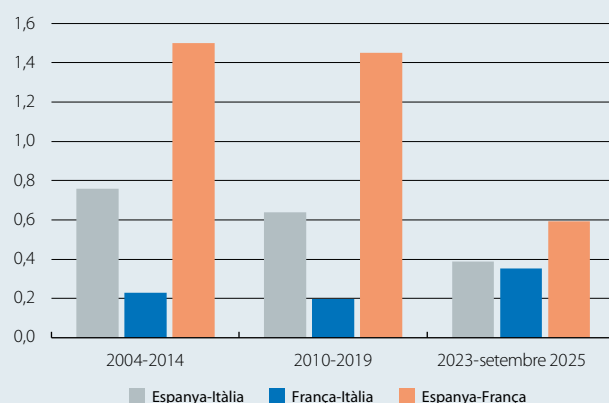


Nota: * Prima de risc predita pels fonaments macroeconòmics (política monetària del BCE, deute públic, dades de creixement i d'inflació i tipus sobirans dels EUA) i estimada segons les relacions històriques fins a mitjan 2025.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'ISEG Workspace, d'Eurostat i del Consensus Economics.

Sensibilitat a canvis en la prima de risc

(p. b.)



Notes: Coeficients beta de regressions lineals amb dades mensuals. En tots els casos, els coeficients són estadísticament significatius al 5%.

Font: CaixaBank Research.

ha disminuït de manera important al llarg dels 20 últims anys i, en especial, el 2023-2025, just el període en què la prima de risc espanyola s'ha realineat completament amb els fonaments macro. En canvi, s'ha produït un augment de la sensibilitat de la prima de risc francesa a les variacions en la italiana.

En definitiva, no observem un patró clar de reducció de la vida mitjana del deute públic espanyol en circulació, i, en qualsevol cas, el patró és més clar en altres països com França. No obstant això, en aquest entorn desafiador i amb uns nivells de deute i de dèficit encara elevats, és important que Espanya continuï duent a terme una consolidació fiscal al compàs de les regles fiscals europees. Finalment, convé recordar que les anàlisis d'aquest article es basen en dades històriques, de manera que no sabem amb certesa com reaccionaria Espanya a un repunt més abrupte de la prima de risc de l'economia francesa si les seves finances públiques es deterioren més. Malgrat que, arribat el cas, el BCE compta amb prou eines com el TPI⁶ per alleujar la pressió sobre les primes de risc i per mitigar el xoc.

Javier Garcia-Arenas

6. El *Transmission Protection Instrument* pot ser utilitzat pel BCE per comprar deute públic d'un país amb una prima de risc que s'allunyi del que seria justificable pels seus fonaments macro. Això ofereix una certa protecció als riscos d'un contagi injustificat.

De què parlem quan parlem d'incertesa?

En els últims anys, diversos esdeveniments han alimentat la percepció d'una major incertesa econòmica: el referèndum del *brexit*, la pandèmia de la COVID-19, la crisi energètica i, més recentment, l'escalada aranzelària de l'Administració Trump. En general, quan parlem d'incertesa, fem referència a la falta de coneixement sobre un tema o al desacord sobre com interpretar allò que es coneix. En termes pràctics, implica una major dificultat per predir l'evolució de variables, com el PIB o la inflació. Malgrat que aquest terme sol tenir connotacions negatives, aquest no ha de ser el cas: el descobriment d'un gran jaciment d'un recurs natural o l'auge d'una tecnologia com la IA poden generar una incertesa positiva, en el sentit que anticipem un major creixement, però no sabem amb certesa de quina envergadura.

Ara bé, la incertesa econòmica és un fenomen especialment difícil de mesurar. Durant dècades, la manera més habitual de quantificar-la ha estat mitjançant la dispersió de les previsions econòmiques de diferents agents (consumidors, empresaris o analistes). La idea és senzilla: com més difereixen entre si les previsions, major podria ser la incertesa. Això ajuda a mesurar el nivell d'incertesa quan és el resultat de la valoració diferent d'un fenomen conegut, com, per exemple, l'impacte del descobriment d'un pou de petroli.

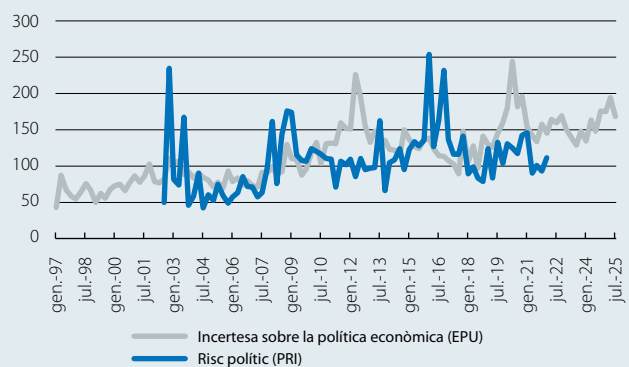
En els últims anys, s'han desenvolupat nous indicadors basats en l'anàlisi de textos que ofereixen una altra manera d'estimar la incertesa. El més conegut és l'índex d'incertesa de la política econòmica (EPU, per les sigles en anglès), desenvolupat originalment per Nick Bloom i coautors i ampliat per a Espanya pel Banc d'Espanya. Aquest índex quantifica les vegades que apareix la paraula «incertesa» (al costat de termes econòmics i polítics) a les notícies de la premsa econòmica espanyola.¹ D'altra banda, l'índex de risc polític (PRI), creat per Tarek Hassan i col·laboradors, utilitza una metodologia similar però aplicada a les transcripcions de les presentacions de resultats de les empreses espanyoles més grans.² Aquesta distinció és rellevant, ja que els periodistes i els empresaris poden tenir preocupacions diferents i, per tant, reflectir fonts d'incertesa diferents.

Els resultats que ofereixen aquests dos índexs difereixen notablement (vegeu el primer gràfic). L'índex EPU mostra pics pronunciats en episodis com la crisi del deute sobirà a Espanya (cap al 2012), durant la irrupció de la COVID-19 i, en menor mesura, durant el repunt recent de les tensions comercials entre els EUA i la UE. També mostra una tendèn-

1. En concret, l'EPU es construeix comptabilitzant les notícies de la premsa que contenen simultàniament les paraules «incertesa», «economia» i «política» i normalitzant aquest recompte pel total d'articles publicats.
2. El PRI es calcula a partir de la mitjana del nivell d'incertesa esmentat en les presentacions dels resultats empresarials. Per captar la incertesa d'origen polític, només es compten les vegades que apareix «incertesa» a una distància màxima de 10 paraules d'algun terme de caire polític. Aquest indicador només té dades disponibles fins al 1T 2022.

Espanya: indicadors d'incertesa

Índex

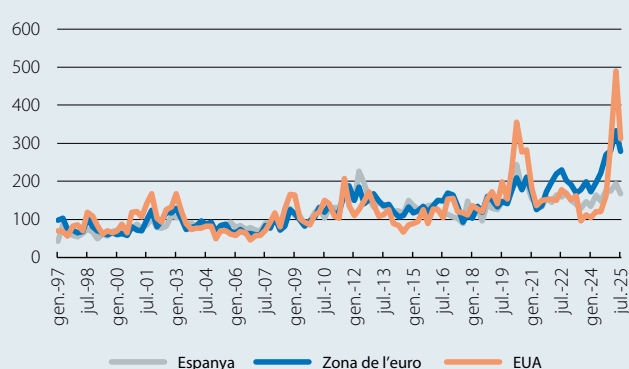


Notes: Índexs normalitzats amb base 100, corresponent a la mitjana del 1997-2015. Per a l'índex EPU, es mostra la mitjana trimestral. Per al PRI, es mostra la mitjana de les empreses espanyoles.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Ghirelli, Pérez i Urtasun (EPU) i de Hassan, Hollander, Van Lint i Tahoun (PRI). Índexs descarregats des de <http://policyuncertainty.com/>.

Comparativa entre indicadors d'incertesa

Índexs EPU



Notes: Índexs normalitzats amb base 100, corresponent a la mitjana del 1997-2015. Es mostra la mitjana trimestral.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Ghirelli, Pérez i Urtasun (Espanya) i de Baker, Bloom i Davis (zona de l'euro i EUA). Índexs descarregats des de <http://policyuncertainty.com/>.

cia clarament a l'alça des del final dels anys noranta. No és clar si aquesta tendència a l'alça representa un augment estructural de la incertesa a l'economia global o, simplement, que el terme ha passat a usar-se amb més assiduitat, per exemple, perquè ara som més conscients de la incertesa que ens envolta, tot i que, en el fons, potser no ha augmentat de manera estructural. En canvi, l'evolució de l'índex PRI no presenta una tendència definida, i els seus episodis de màxima incertesa no coincideixen amb els de l'EPU: el PRI va assolir els seus valors més alts durant la crisi financera global del 2008 i després de l'arribada de Trump al poder el 2016. Com a conseqüència, la correlació entre els dos indicadors és relativament baixa. A efectes pràctics, aquestes diferències mostren que qualsevol estimació sobre l'impacte de la incertesa pot ser molt sensible a l'elecció de l'indicador triat, ja que diferents índexs reflecteixen diferents tipus d'incertesa.

Com es compara el nivell d'incertesa a Espanya amb el d'altres països? L'índex EPU ofereix un missatge clar: en els últims mesos, la incertesa ha repuntat de forma generalitzada a tot el món, però, a Espanya, l'augment ha estat més moderat que a la zona de l'euro o als EUA. Una possible explicació és que l'economia espanyola té una exposició comercial als EUA relativament baixa.

Transmissió i impacte

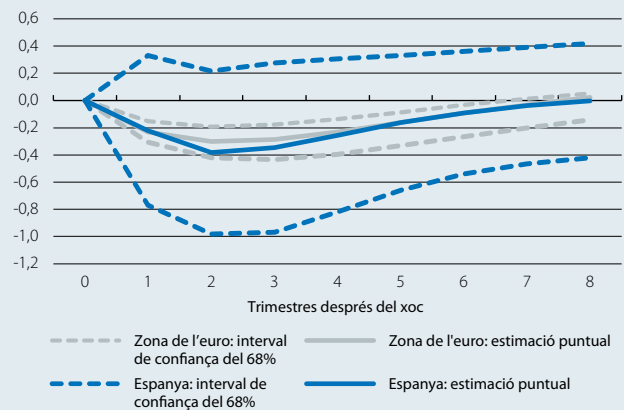
La incertesa condiona l'economia per diferents canals. D'una banda, posa en valor l'opció d'«esperar i veure» i fa que els consumidors i les empreses ajornin les decisions de consum, d'inversió i de contractació. A més a més, en situar-se en la inacció, en temps incerts, les famílies i les empreses es poden tornar menys sensibles a les condicions del mercat, com els preus o els tipus d'interès, la qual cosa explica que alguns estudis apuntin a una pèrdua d'efectivitat de la política monetària quan la incertesa augmenta.³ A més a més, els episodis d'incertesa tendeixen a coincidir amb les turbulències als mercats financers, a causa de l'aversion al risc dels inversors. D'altra banda, també genera canvis de composició en l'activitat econòmica, atès que afavoreix una reassignació dels recursos des d'activitats que comporten costos irreversibles cap a opcions més reversibles: per exemple, la incertesa augmenta l'atractiu relatiu del consum de béns no duradors o de serveis en relació amb els béns duradors o de la contractació temporal en relació amb la indefinida.

Mitjançant aquests mecanismes, la incertesa llasta l'activitat econòmica, l'ocupació i la producció. En general, l'impacte és més fort sobre la inversió, amb un efecte més moderat sobre el consum i sobre l'ocupació.⁴ També hi ha evidència que la incertesa redueix el creixement del crèdit i incrementa les primes de risc.⁵ Així i tot, la transmissió tendeix a ser ràpida, i, quan la incertesa s'esvaeix, l'economia pot rebotar amb velocitat gràcies al desplegament de la demanda embassada de consum, d'inversió i de contractació.

Aquests impactes es poden il·lustrar a partir de les relacions històriques entre una mètrica d'incertesa i els principals agregats macroeconòmics (vegeu el tercer i el quart gràfic).⁶ Aquest exercici reflecteix un efecte ràpid de la incertesa (l'impacte sobre l'activitat arriba al seu pic en dos/tres trimestres). Si extrapolem les sensibilitats històriques al repunt de la incertesa viscut entre el 3T 2024 i el 2T 2025, l'episodi hauria exercit un llast d'uns 0,4 p. p. en el PIB anual

PIB: impacte d'un augment de la incertesa

Desviació en relació amb el nivell de PIB (p. p.)

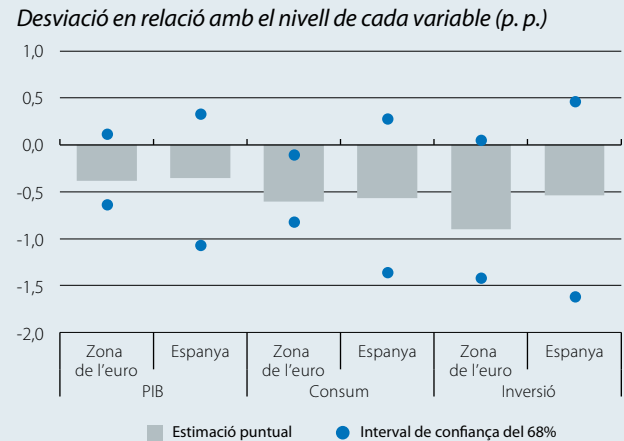


Notes: Impacte d'un augment de la incertesa sobre una desviació estàndard. La desviació estàndard per a la zona de l'euro i per a Espanya es calcula de manera separada.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, de l'INE i de www.policyuncertainty.com.

Impacte anual del repunt d'incertesa entre el 3T 2024 i el 2T 2025

Desviació en relació amb el nivell de cada variable (p. p.)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, de l'INE i de www.policyuncertainty.com.

de la zona de l'euro i d'Espanya,⁷ amb un major impacte sobre la inversió que sobre el consum i que quedaria distribuït entre el 2025 i el 2026. Més enllà de les magnituds, l'exercici també il·lustra que les estimacions sobre l'efecte de la incertesa són, en si mateixes, imprecises, en el sentit que l'interval de confiança és ampli. A més a més, els resultats són sensibles a canvis metodològics.

Zoel Martín Vilató

3. Vegeu Falconio, A. i Schumacher, J. (2025), «Economic uncertainty weakens monetary policy transmission», Blog del BCE.

4. Vegeu Ahir, H., Bloom, N. i Furcieri, D. (2025), «Uncertainty about Uncertainty», Finance & Development Magazine, FMI. També Andersson, M. et al. (2024), «What are the economic signals from uncertainty measures?», Butlletí Econòmic 8/2024 del BCE.

5. Vegeu Allayioti, A. et al. (2025), «More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe», Blog del BCE.

6. Amb dades trimestrals entre el 1997 i el 2025, estímem un vector auto-regressiu sobre el PIB, el consum de les llars i la formació bruta de capital fix, el deflactor del PIB i un indicador d'incertesa. Realitzem l'estimació, per separat, per al conjunt de la zona de l'euro i Espanya.

7. La similitud en impacte sobre el PIB entre la zona de l'euro i Espanya, malgrat un repunt d'incertesa clarament més intens a la zona de l'euro, podria suggerir una major sensibilitat d'Espanya a la incertesa. No obstant això, l'amplitud dels intervals de confiança mostra que l'estimació de l'impacte a Espanya és més imprecisa.

Com afectarà l'economia espanyola el comportament dels seus principals mercats d'exportació?

En aquest article, indaguem sobre com els vaivens a les economies dels nostres principals socis comercials poden afectar l'economia espanyola a través del canal comercial. Per fer-ho, desenvolupem un indicador sintètic que resumeix la demanda externa de béns i de serveis espanyols, valorem la seva capacitat predictiva i analitzem l'evolució prevista a curt i a mitjà termini.

Quins són els principals mercats d'exportació?

En la mitjana històrica, el 66% de les exportacions espanyoles, tant de béns com de serveis, han anat dirigides a 15 països o regions: la zona de l'euro, el Regne Unit, els EUA, Turquia, Mèxic, el Marroc, el Brasil, Suècia, el Japó, Suïssa, Polònia, la Xina, la República Txeca, Noruega i Dinamarca.¹ Així, aquesta selecció captura una part molt significativa de les nostres vendes a l'exterior, tot i que el percentatge ha caigut lleugerament en els tres últims anys arran de l'esforç per diversificar mercats realitzat pel sector exportador (vegeu el primer gràfic).

Malgrat el seu decreixent pes relatiu al llarg del temps, la zona de l'euro continua sent amb diferència la principal destinació de les exportacions: de mitjana, entre el 1995 i el 2019, els països de l'euro van absorbir el 46,4% de les vendes a l'exterior i, en el bienni 2023-2024, aquesta proporció va caure al 39,7%.

Un termòmetre de la demanda externa per a Espanya

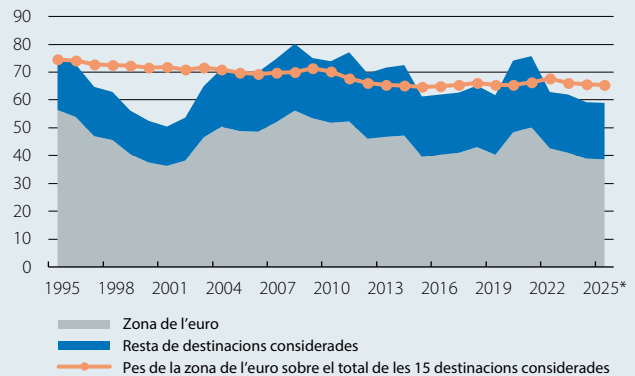
Amb aquests 15 mercats clau, construïm un indicador de «mercats d'exportació» espanyol. Per fer-ho, combinem el creixement de les importacions (en volum) de cadascuna de les destinacions, ponderades en funció del pes de cada país de destinació en el total de les exportacions espanyoles de cada any. Malgrat que és un indicador molt senzill, la seva evolució és molt semblant a la de les exportacions espanyoles de béns i de serveis (vegeu el segon gràfic).

Hi ha una relació molt estreta entre les dues sèries: quan la demanda dels nostres mercats d'exportació s'accelera, les vendes espanyoles a l'exterior solen repuntar, i viceversa. Aquesta relació és molt clara entre el 1997 i el 2019, i destaca, en particular, la forta relació entre les dues variables durant els anys de crisi compresos entre el 2007 i el 2010.

1. Per fer-ho, utilitzem les dades d'exportacions de béns de Datacomex, amb dades des del 1995, i d'exportacions de serveis del Banc d'Espanya, amb dades des del 2013. Amb aquestes dades, generem dues llistes: una amb les 10 principals destinacions d'exportacions de béns en cada període i una altra amb les 10 principals destinacions d'exportacions de serveis. Després, seleccionem tots els països que apareixen en alguna de les dues llistes. Molts coincideixen a les dues, però alguns només figuren en una. En aquests casos, excloem els països que només estaven en una llista i que, a més a més, no han estat entre les 10 primeres en els tres últims anys en cap de les dues llistes. A més a més, s'ha exclòs Rússia per problemes d'accés a les dades.

Espanya: exportacions de les destinacions considerades

(% sobre el total d'exportacions espanyoles)

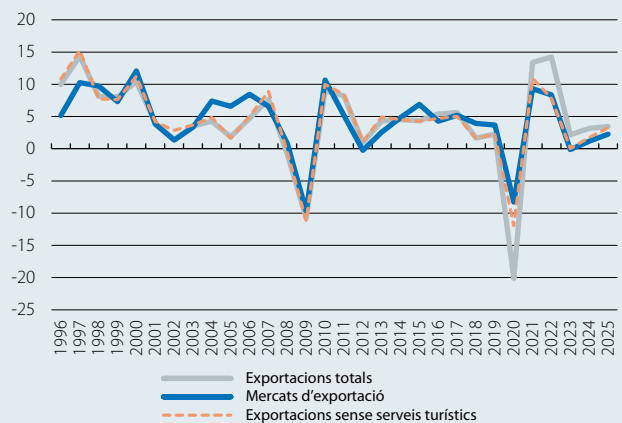


Nota: * Les dades arriben fins al 2T 2025.

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

Espanya: exportacions i mercats d'exportació

Variació anual (%)



Nota: R^2 del 77%.

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

Des del 2020, amb la irrupció de la pandèmia, la relació s'ha mantingut –l'indicador segueix de prop l'evolució de les exportacions, tot i que el vincle és menys estret. En particular, en els quatre últims anys, l'indicador ha tendit a infraestimar l'evolució de les exportacions espanyoles. Això, probablement, té l'origen en la forta caiguda del 2020 i amb la posterior recuperació de les exportacions de serveis turístics. Quan comparem l'evolució del nostre indicador amb la de les exportacions totals, excloses les turístiques (vegeu la línia discontinua del segon gràfic), veiem, en efecte, que la bretxa desapareix. Tot i que el nostre indicador sintètic està construït a partir de les importacions totals dels nostres principals mercats d'exportació, incloses les importacions turístiques, és possible que, durant aquests quatre últims anys, Espanya hagi guanyat quota de mercat al sector turístic, i això podria explicar la bretxa entre el nostre indicador i l'evolució del total de les exportacions.

Quan considerem la mostra sencera, l'elasticitat del creixement de les exportacions espanyoles al creixement de la demanda dels mercats d'exportació és de l'1,2: si les importacions dels nostres socs comercials creixen l'1% més, caldria esperar que el creixement de les exportacions espanyoles augmenti en 1,2 punts.

Si tenim en compte el pes de les exportacions sobre el PIB, prop del 37%, i el contingut importador de les exportacions, obtenim que 1 punt més de creixement dels mercats d'exportació comporta un augment de 0,2 p. p. del creixement del PIB.² El que succeeix als nostres principals mercats forans té un impacte directe i considerable sobre les exportacions i, per tant, sobre el creixement de l'economia espanyola.

Perspectives per al 2025-2027

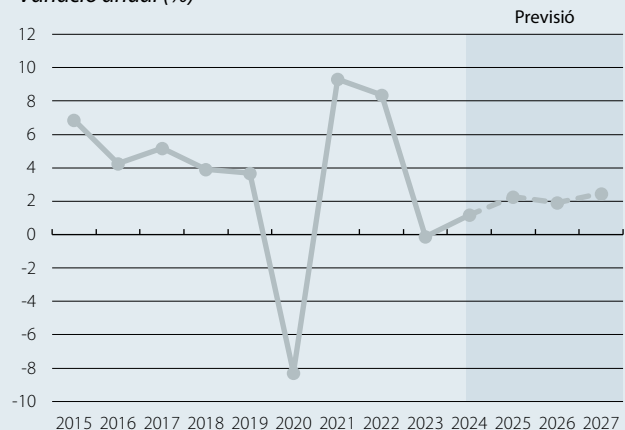
Per realitzar l'exercici de previsions, ens basem en les previsions del Fons Monetari Internacional (FMI) publicades al World Economic Outlook de l'octubre del 2025 i que presenten les projeccions de creixement de les importacions per a cadascuna de les 15 destinacions que conformen l'indicador sintètic de demanda externa (vegeu el tercer gràfic).

Els números resultants suggereixen una evolució modesta dels mercats d'exportació, tot i que millor que en el bienni 2023-2024: el mercat d'exportacions espanyol creixeria el 2,3% el 2025 i es mantindria al voltant del 2% el 2026 i el 2027, en comparació amb un creixement del 0,6% anual el 2023-2024, tot i que se situaria substancialment per sota del ritme de creixement mitjà del període 2015-2019, del 4,8%.

Aquesta senda indica que, després d'un 2023 i d'un 2024 complicats, afectats, en gran part, per l'impacte a la zona de l'euro de la crisi energètica i del cicle de pujades dels tipus d'interès, els nostres exportadors s'estan beneficiant d'una

Espanya: mercats d'exportació

Variació anual (%)



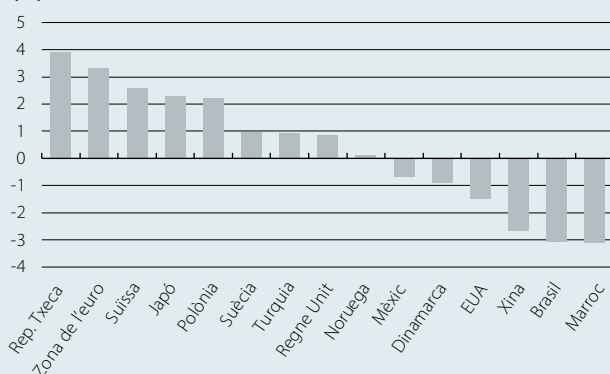
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.

lleugera millora en la demanda mundial. Tal com es pot veure al panell de l'esquerra del quart gràfic, segons les previsions de l'FMI, la millora estaria vinculada a la recuperació de les importacions als països del continent europeu. No és així per al cas dels EUA i de la Xina, on es preveu un comportament més negatiu que en el bienni 2023-2024, afectats, probablement, pel viratge proteccionista dels EUA i pel fort repunt dels aranzels entre les dues potències. De tota manera, la millora del comportament dels mercats d'exportació serà limitada, ja que no tornarem a les taxes de creixement del període prepanedèmia. Aquest comportament és força generalitzat entre els diferents mercats d'exportació (vegeu el panell de la dreta del quart gràfic), llevat del cas de Turquia, del Brasil i de Suïssa, i pot reflectir l'estancament, o, fins i tot, la lleugera reculada, del procés de globalització, així com de l'entorn de creixement feble de la UE.

Oriol Carreras Baquer

Diferencial de creixement de les importacions entre la mitjana prevista el 2025-2027 vs. el 2023-2024

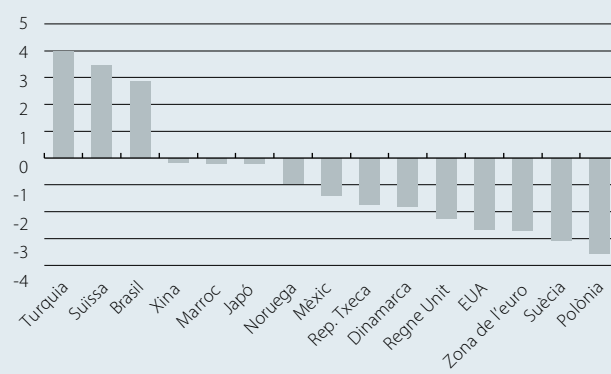
(p. p.)



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

Diferencial de creixement de les importacions entre la mitjana prevista el 2025-2027 vs. el 2014-2019

(p. p.)



2. Suposem un contingut importador del 39%, d'acord amb l'estimació de Cabrero, A. i Tiana, M. (2012), «The import content of the industrial sectors in Spain», Economic Bulletin, Banc d'Espanya.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Indústria									
Índex de producció industrial	-1,6	0,4	1,3	-0,7	1,5	...	3,4	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,5	-4,9	-6,0	-5,4	-5,2	-4,9	-5,7	-4,6	-4,6
PMI de manufactures (valor)	48,0	52,2	53,6	50,0	50,0	52,6	54,3	51,5	52,1
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	0,5	16,7	16,7	20,1	14,8	...	10,5	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	-10,2	9,7	9,7	17,0	22,9	...	22,0	...	...
Preu de l'habitatge	4,0	8,4	11,3	12,2	12,7	...	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	18,9	10,1	10,1	8,1	6,3	4,3	5,1	4,3	...
PMI de serveis (valor)	53,6	55,3	55,1	55,3	52,2	54,2	53,2	54,3	56,6
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,5	1,8	2,9	3,4	5,1	4,5	4,7	4,2	...
Matriculacions d'automòbils	16,7	7,2	14,4	14,0	13,7	16,9	17,2	16,4	15,9
Indicador de sentiment econòmic (valor)	100,5	103,0	101,4	103,3	103,2	103,6	101,8	104,8	103,9
Mercat de treball									
Població ocupada ²	3,1	2,2	2,2	2,4	2,7	2,6	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	12,2	11,3	10,6	11,4	10,3	10,5	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4
PIB	2,5	3,5	3,7	3,1	3,0	2,8	...	...	...

Preus

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
General	3,5	2,8	2,4	2,7	2,2	2,8	2,7	3,0	3,1
Subjacent	6,0	2,9	2,5	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5

Sector exterior

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	0,2	0,2	3,3	2,0	...	0,7	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-7,2	0,1	0,1	4,2	4,1	...	3,8	...	...
Saldo corrent	40,9	50,7	50,7	47,8	49,1	...	48,6	...	...
Béns i serveis	57,5	66,3	66,3	63,5	64,3	...	63,4	...	...
Rendes primàries i secundàries	-16,5	-15,7	-15,7	-15,7	-15,2	...	-14,8	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	57,8	68,7	68,7	66,6	68,1	...	67,6	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers⁴

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	0,3	5,1	5,1	4,6	3,9	4,8	5,1	4,8	...
A la vista i preavis	-7,4	2,0	2,0	3,1	5,0	7,2	7,2	7,2	...
A termini i cessions temporals (repo)	100,5	23,5	23,5	12,6	-1,5	-6,6	-5,1	-6,6	...
Dipòsits d'AP ⁵	0,5	23,1	23,1	24,4	25,5	7,2	9,0	7,2	...
TOTAL	0,3	6,3	6,3	5,9	5,4	5,0	5,4	5,0	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	-3,4	0,7	0,7	1,7	2,6	2,8	2,7	2,8	...
Empreses no financeres	-4,7	0,4	0,4	1,6	2,5	2,3	2,5	2,3	...
Llars - habitatges	-3,2	0,3	0,3	1,4	2,3	2,9	2,8	2,9	...
Llars - altres finalitats	-0,5	2,3	2,3	3,1	-261,5	3,7	3,3	3,7	...
Administracions públiques	-3,5	-2,6	-2,6	-0,3	5,3	12,8	14,8	12,8	...
TOTAL	-3,4	0,5	0,5	1,6	2,7	3,4	3,5	3,4	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,5	3,3	3,3	3,2	3,0	...	2,9	...	...

Notes: 1. Dada deflactada, sense estacions de servei. 2. EPA. 3. Dades mitjanes mensuals. 4. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 5. Dipòsits públics, sense les cessions temporals (repo). 6. Dada final de període.

Fons: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, la Comissió Europea, el Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.

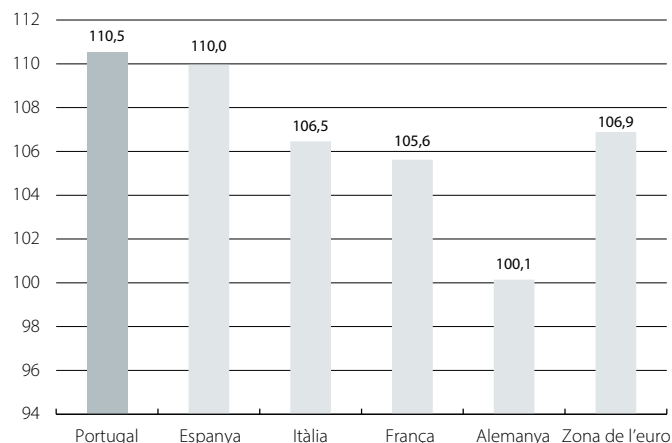
L'economia portuguesa destaca en el context europeu

El PIB del 3T va créixer el 2,4% interanual i el 0,8% intertrimestral. L'acceleració del creixement trimestral reflecteix una major aportació de la demanda interna, impulsada pel bon comportament del consum privat, arran de les mesures fiscals aprovades al llarg del trimestre, que van augmentar la renda disponible de les llars. La demanda externa va tenir una contribució negativa al creixement, en particular per les importacions de béns associats a la inversió i als serveis. Aquest bon funcionament manté Portugal en una posició destacada entre les economies de la zona de l'euro des de la recuperació postpandèmia. Malgrat ser encara escasses, les dades del 4T apunten a una moderació del creixement en el tram final de l'any. L'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea ha caigut, de 105,0 a 104,4 punts, un mínim des de l'abril, tot i que s'espera que la solidesa del mercat laboral, l'acceleració del desplegament dels fons europeus i una menor incertesa comercial continuïn donant suport a l'economia portuguesa. Així mateix, els riscos per a la nostra previsió de creixement actual (l'1,8% el 2025 i el 2,0% el 2026) es troben equilibrats.

La inflació es modera a l'octubre, mentre que l'ocupació continua sorprenent. La inflació general va baixar 0,1 p. p., fins al 2,3%, i la subjacent va pujar al 2,1% (+0,1 p. p.). La caiguda s'explica pels components més volàtils de la cistella, com l'energia i els aliments no processats. Cal destacar també que les dinàmiques mensuals, tant de l'IPC general (variació del 0,0%) com del subjacent (el +0,1%), van ser més febles en comparació amb les dades històriques, la qual cosa apunta a una dinàmica més continguda de la inflació, en línia amb la nostra previsió actual (el 2,3% el 2025). Per la seva banda, el mercat laboral continua mostrant un bon dinamisme. La població ocupada va augmentar el 3,6% interanual i va situar el creixement mitjà de l'any per damunt del 3% (substancialment superior a l'1,2% registrat el 2024), la qual cosa situa la taxa d'ocupació en el 66% de la població activa, un nou màxim històric.

Els pressupostos per al 2026 apunten a un quasi equilibri pressupostari, però amb riscos. Es preveu que el saldo pressupostari disminueixi el 2026 i que s'acosti a l'equilibri (el 0,1%, en relació amb el 0,3% esperat el 2025). La política fiscal serà expansiva, amb l'augment destacat de la despesa corrent primària (el +4%), impulsada pels salaris i per les prestacions socials, i mantindrà la tendència de creixement ràpid observada en el període postpandèmia. L'Executiu espera que la ràtio de deute públic es continuï reduint fins al 87,8% del PIB el 2026, una caiguda de 2,4 p. p. en relació amb l'any anterior (-3,4 p. p. el 2025), i ha revisat lleugerament a l'alça el creixement de la despesa primària el 2025-2028, en comparació amb el pla pressupostari presentat a la Comissió Europea, tot i que es manté dins el rang permès pel marc de les regles fiscals. En aquest àmbit, algunes institucions estimen desviaments fiscals superiors als previstos pel Govern, tot i que les clàusules associades a la despesa en defensa podrien oferir prou flexibilitat per garantir el compliment de les regles europees. Això sí, persisteix un entorn de riscos, tant a nivell intern, entre mesures de despesa anunciades però no incloses encara en el pressupost per al 2026 i una evolució menys favorable del que s'esperava de la recaptació, com a nivell extern, amb riscos geopolítics o macrofinanciers que podrien incrementar els costos de finançament.

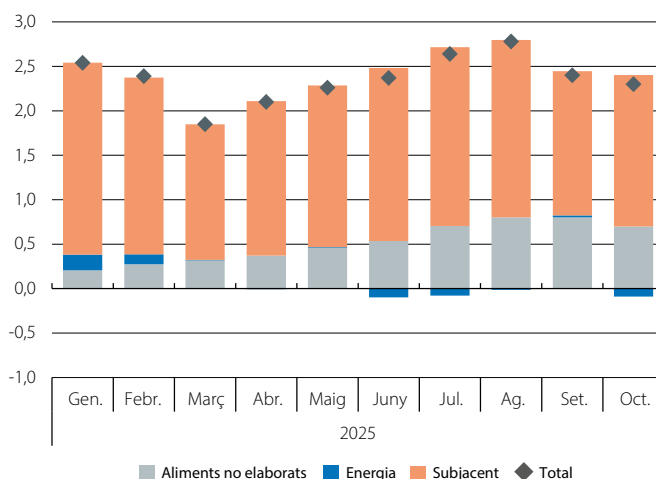
Portugal: PIB 3T Índex (100 = 4T 2019)



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

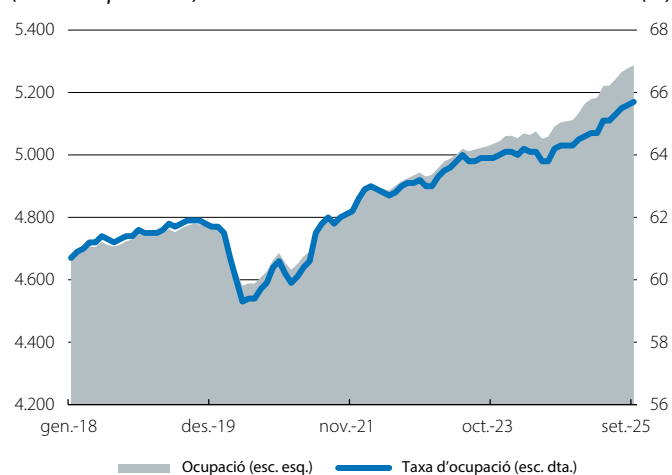
Portugal: IPC

Variació interanual (%), contribucions en p. p.)



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

Portugal: població ocupada i taxa d'atur (Milers de persones)



Notes: Dades estacionalitzades. Les dades del setembre són preliminars.

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	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Índex coincident d'activitat	3,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	...
Indústria									
Índex de producció industrial	-3,1	0,8	-0,4	-2,3	1,2	2,6	3,0	2,0	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-7,4	-6,2	-4,2	-5,1	-4,8	-3,4	-3,3	-3,0	-3,7
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	7,5	6,5	23,6	39,4	19,2	-62,9	17,9	...	...
Compravenda d'habitatges	-18,7	14,5	32,5	25,0	15,5	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	9,1	8,5	13,2	15,8	17,4	18,2	18,1	17,7	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	19,0	6,3	6,3	4,6	4,0	2,6	3,2	2,6	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	7,7	5,6	10,9	12,5	6,6	12,9	13,5	12,4	10,7
Consum									
Vendes comerç al detall	1,1	3,2	5,0	4,5	4,8	5,2	4,4	5,0	...
Indicador coincident del consum privat	3,1	2,8	3,4	3,6	3,3	3,0	3,0	2,9	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-15,5	-17,9	-16,1	-16,2	-16,5	-15,9
Mercat de treball									
Població ocupada	2,3	1,2	1,3	2,4	2,9	3,7	3,7	3,6	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,5	6,4	6,7	6,6	5,9	5,8	5,9	6,0	...
PIB	3,1	2,1	2,6	1,7	1,8	2,4	-	-	-

Preus

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
General	4,4	2,4	2,6	2,3	2,2	2,6	2,8	2,4	2,3
Subjacent	5,1	2,5	2,7	2,3	2,3	2,3	2,4	2,0	2,1

Sector exterior

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-1,4	2,0	2,0	5,3	4,3	...	1,3	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-4,0	2,0	2,0	5,4	6,9	...	6,0	...	...
Saldo corrent	1,5	6,0	6,0	4,2	3,7	...	4,1	...	...
Béns i serveis	4,1	6,5	6,5	5,2	4,5	...	4,7	...	...
Rendes primàries i secundàries	-2,6	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	...	-0,6	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	5,5	9,1	9,1	7,5	7,1	...	7,5	...	...

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	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	-2,3	7,5	7,5	6,5	5,4	6,3	6,0	6,3	...
A la vista i estalvi	-18,5	-0,3	-0,3	5,0	5,1	8,6	7,5	8,6	...
A termini i preavis	22,2	15,3	15,3	7,8	5,8	4,3	4,6	4,3	...
Dipòsits d'AP	-12,4	26,7	26,7	29,3	39,6	-0,4	17,0	-0,4	...
TOTAL	-2,6	7,9	7,9	7,1	6,4	6,1	6,3	6,1	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	-1,5	1,9	1,9	3,3	4,9	5,8	5,6	5,8	...
Empreses no financeres	-2,1	-1,0	-1,0	0,1	2,2	2,3	2,6	2,3	...
Llars - habitatges	-1,5	3,0	3,0	4,9	6,4	8,0	7,5	8,0	...
Llars - altres finalitats	0,2	5,4	5,4	5,7	6,6	6,9	6,4	6,9	...
Administracions públiques	-5,5	0,6	0,6	-8,0	3,8	4,8	2,4	4,8	...
TOTAL	-1,7	1,9	1,9	2,9	4,9	5,8	5,5	5,8	...
Taxa de morositat (%)²	2,7	2,4	2,4	2,3	2,3	...	-	-	-

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

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

Economia mundial 2026: resiliència, transició o disrupció?

L'any 2025 es tancarà amb la sensació que els efectes sobre el creixement causats pels diferents xocs d'oferta i per l'increment de la incertesa han estat limitats i clarament inferiors al que s'esperava després del soroll causat per les primeres setmanes de la presidència de Donald Trump. La resiliència continua caracteritzant el comportament de l'economia mundial, la qual cosa permet que la velocitat de creuer del cicle econòmic es mantingui pròxima al 3%, tot i que persisteixen les divergències entre els creixements d'Europa (l'1,3%), dels EUA (l'1,8%) i d'Àsia (el 4,5%). La llista de factors que poden explicar aquesta solidesa de l'activitat inclouria un efecte més suau del que s'esperava de les pujades dels aranzels un cop evitada la guerra comercial i la flexibilitat dels agents privats per anticipar-se i per adaptar-se al soroll del nou entorn econòmic, a més de l'existència d'unes condicions financeres favorables.

De fet, a aquestes alçades de la tardor, tenim la mateixa sensació que el 2023 i el 2024, quan la realitat al final de l'any va ser molt millor del que havien dibuixat les previsions al començament de l'exercici. Rere aquest comportament de menys a més de les perspectives econòmiques, hi hauria la infravaloració de la capacitat dels agents econòmics per gestionar la incertesa i per prendre decisions en temps d'inestabilitat o, senzillament, que els exercicis de previsió es compliquen quan els nivells d'incertesa són elevats. Però, a més de tot això, la capacitat de resiliència que ha demostrat el cicle de negocis des del final de la pandèmia estaria reflectint algunes de les bondats d'un vell ordre internacional en ple procés de transformació. Un marc econòmic i polític (Pax Americana) en què els EUA han assegurat l'equilibri d'una economia mundial oberta en oferir béns públics essencials (defensa, seguretat, sistemes de pagaments, etc.), mercats oberts per al comerç i una moneda estable, a més d'erigir-se en prestadora d'última instància en cas de necessitat (per la via de l'FMI).

Un entorn, per tant, amb beneficis en termes d'estabilitat econòmica, de creixement, d'innovació i d'optimització dels avantatges competitiu, ara amenaçat per l'aparició d'un nou líder global (la Xina) que està buscant establir noves aliances i dependències estratègiques al continent euroasiàtic, però també a l'Àfrica i a l'Amèrica Llatina.¹ Al mateix temps, la vella potència hegemònica busca

reequilibrar el tauler, cobrant de manera més explícita pels serveis prestats (aranzels, despesa en armament, objectius d'inversió directa, etc.), en ple reajustament de la seva política exterior a la nova realitat. Amb algunes paradoxes, com que el teòric proveïdor d'estabilitat i de protecció sigui un dels majors focus d'incertesa o que aliats tradicionals dels EUA (Europa, el Japó, el Canadà, Corea del Sud, etc.) puguin ser els més afectats negativament pels canvis en les regles del joc.²

D'aquesta manera, de cara al 2026, la geoeconomia continuarà jugant un paper fonamental, amb la sensació que el comerç o les finances han passat a ser instruments al servei d'objectius polítics, la qual cosa complicarà encara més qualsevol exercici de previsió. El dubte és si la tendència cap a un món més fragmentat s'accelerarà o si, un cop estabilitzat l'aranzel mitjà nord-americà en la zona del 14,5%-16% (el 2,5% abans del mandat de Trump), l'enfortiment dels vincles comercials entre la UE, els països de l'ASEAN, el Canadà o Austràlia pot compensar, en part, els efectes de la reducció de l'obertura externa nord-ameri-

Previsions d'economia internacional i mercats financers

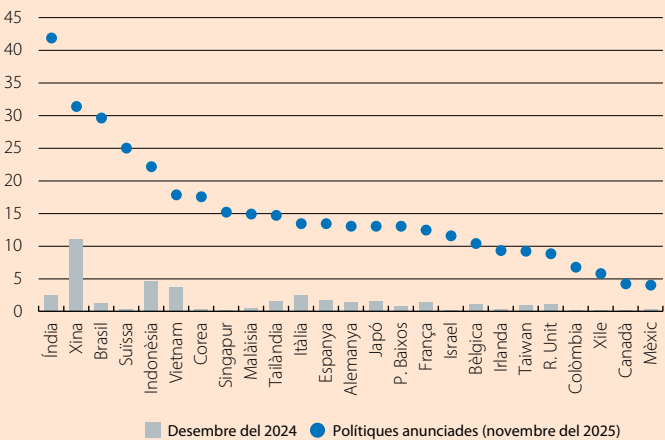
Projeccions elaborades el 22/9/2025

	2024	2025	2026
Món PIB (interanual)	3,3	3,1	3,1
EUA PIB (interanual)	2,8	1,8	1,9
Zona de l'euro PIB (interanual)	0,8	1,3	1,2
Alemanya PIB (interanual)	-0,5	0,2	1,1
Xina PIB (interanual)	5,0	4,6	4,0
Petroli (Brent, dòlar per barril)	79,8	68,5	65,1
EUA inflació (interanual)	3,0	2,8	2,8
Zona de l'euro inflació (interanual)	2,4	2,1	2,0
BCE – tipus depo (% , final de període)	3,0	2,0	2,0
Fed – fed funds rate (% , final de període, lower bound)	4,3	3,5	3,0
Euríbor 12M (% , final de període)	2,4	2,1	2,2

Font: CaixaBank Research.

Aranzel efectiu mitjà als EUA

Per soci comercial (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la USITC, del BEA, del Departament del Tresor i de Comtrade.

1. Vegeu «La Iniciativa de la Franja i la Ruta: una arma de doble tall?», en aquest mateix Informe Mensual.
2. Vegeu Posen, Adam S. (2025), «The New Economic Geography. Who profits in a Post-American World?», Foreign Affairs, volum 104, núm. 5.

cana. En tot cas, a curt termini, es continuaran manifestant els efectes del nou marc aranzelari sobre el creixement i la inflació mentre s'acaba de perfilar la nova relació comercial entre els EUA i la Xina, que vindrà definida per l'equilibri entre els dos sectors en què existeix una dependència mútua: les terres rares i els microxips.

Per tant, l'any vinent continuarà la transició en el reordenament del procés de globalització en què està immersa l'economia internacional des de la pandèmia. Al punt d'arribada, el nou equilibri amb més divisió entre blocs econòmics comportarà unes pèrdues en creixement potencial i en benestar que podrien ser compensades pels efectes del procés d'innovació vinculat a la intel·ligència artificial (IA). Procés que ha tingut una acceleració important en els últims temps, com ja es percep en les dades de creixement del PIB dels EUA en el primer semestre (el 90% explicat per la inversió realitzada en *hardware*, en *software*, en centres de dades, etc.).³ Només les grans tecnològiques tenen previst invertir en partides relacionades amb la IA prop de 3 bilions de dòlars fins al 2030, la qual cosa representa gairebé el 10% del PIB. A curt termini, l'impuls positiu sobre l'activitat està assegurat i pot ajudar a compensar els primers símptomes d'afebliment al mercat de treball nord-americà, però la clau serà si, a mitjà termini, es rendibilitzarà tota aquesta onada inversora. Sobretot, tenint en compte que es comencen a detectar estructures de finançament més palanquejades i circulars, amb participacions creuades entre empreses del mateix sector al llarg de la cadena de valor, la qual cosa pot augmentar el risc si la rendibilitat acaba sent inferior a l'esperada. Addicionalment, aquestes interdependències poden ser un fre per al procés de destrucció creativa, en bloquejar o en demorar l'entrada de nous competidors.⁴

En definitiva, el gran dubte és si la IA pot compensar, a mitjà termini, per la via de l'acumulació de capital i de la productivitat total dels factors, l'efecte negatiu de la demografia i de la fragmentació econòmica sobre el creixement potencial. A allò que, probablement, ens abocarà en cas d'èxit és a una major presència del capital en la producció i a una proporció menor per al treball, la qual cosa pot ser un obstacle addicional per a les polítiques de consolidació fiscal, perquè és més difícil gravar el capital –perquè és més mòbil– que les rendes del treball. Això sense tenir en compte que canvis estructurals d'aquesta envergadura solen exigir un mecanisme de compensació per a la transició a la nova realitat dels perdedors en el procés de canvi, ja siguin les empreses o els treballadors. Tot això, en un context en què l'absència d'espai fiscal⁵ a una bona part dels països de l'OCDE és un dels riscos més importants de l'escenari,⁶ sobretot a l'hora d'abordar simultàniament reptes com la transició energètica, les noves necessitats de despesa en defensa o els efectes de l'envelliment de la població.⁷

Si, en el cas dels EUA, les perspectives fiscals a mitjà termini no són gaire pròsperes, perquè l'FMI acaba d'estimar que el deute públic pot augmentar fins al 143% del PIB el 2030, amb un dèficit que no baixarà del 7% en tot el període, a curt termini, el focus se centrarà en Europa, amb França a l'ull de l'huracà. Desequilibri fiscal més inestabilitat política és un còctel de difícil digestió, en especial en un país on els ingressos fiscals superen el 50% del PIB i que, malgrat això, té un dèficit primari per damunt del 3%. El diagnòstic dels mercats és clar: França té una situació fiscal més semblant a la d'Itàlia que a la d'Espanya o a la de Portugal, la qual cosa ja s'ha traduït en un reordenament del risc-país europeu, reflectit en les primes de risc i en els canvis de qualificació de les agències de rating.⁸ Al límit, la major amenaça és que s'acabin testant els mecanismes dissenyats en l'última dècada per solucionar augments del risc de fragmentació a Europa (ESM, OMT o TPI).

En definitiva, el 2026, l'economia continuarà exposada a la combinació de les noves tendències de fons (restriccions als moviments comercials i migratoris, auge de la IA, etc.) i dels desafiaments a curt termini (escàs espai fiscal, valoracions elevades als mercats financers, etc.). Un any en què, una altra vegada, serà determinant la capacitat de qüestionar a cada moment els supòsits subjacents a les projeccions econòmiques i la flexibilitat a l'hora de prendre decisions. Amb la resiliència del cicle d'activitat tornant a posar-se a prova, entre un món que no acaba de morir (globalització, multilateralisme, democràcies liberals) i un altre que no acaba de néixer. El risc rau en menystenir els canvis i en pensar que tornarem a l'*statu quo* anterior, la qual cosa fa molt pertinents les paraules de Joseph de Maistre en referir-se a la Revolució francesa: «Durant molt de temps, vam creure que era un esdeveniment. Ens vam equivocar: va ser una època».

José Ramón Díez

3. Per a una anàlisi en profunditat de les perspectives de l'economia nord-americana, vegeu l'article «[Perspectives dels EUA 2026: resiliència amb fragilitats](#)», en aquest mateix *Informe Mensual*.

4. Vegeu Aghion, P., Antonin, C. i Bunel, S. (2021), «El poder de la destrucció creativa», Editorial Deusto.

5. Segons l'FMI, el deute públic mundial es pot situar en el 100% el 2029.

6. Per a més detalls en el cas europeu, vegeu l'article «[El dilema fiscal europeu a mitjà termini](#)», en aquest mateix *Informe Mensual*.

7. L'FMI estima que tots aquests reptes poden generar pressions sobre la despesa pública a Europa equivalents a gairebé 6 p. p. de PIB el 2050.

8. També s'ha de consignar que el major gir fiscal a la zona de l'euro és el que s'està produint al país amb més marge pressupostari (Alemanya), arran d'un augment de la inversió en infraestructures i en defensa que hauria d'arrencar el 2026, amb un salt previst de gairebé 15 punts en deute públic entre el 2024 i el 2028 i un dèficit estructural que es preveu que augmenti fins al 4% del PIB potencial el 2026.

El dilema fiscal europeu a mitjà termini

El retorn, enguany, de les regles fiscals –com a garants de la sostenibilitat del deute públic– i la persistent bretxa d'inversió per abordar les prioritats de la UE en l'actual context geopolític conformen un escenari de fricció que fa necessària una estratègia fiscal coordinada en temps i en intensitat que va més enllà de l'horitzó dels mandats polítics nacionals i comunitaris, de manera que és imprescindible superar diferències i alguns tabús que han caracteritzat la història econòmica de la UE en altres moments.

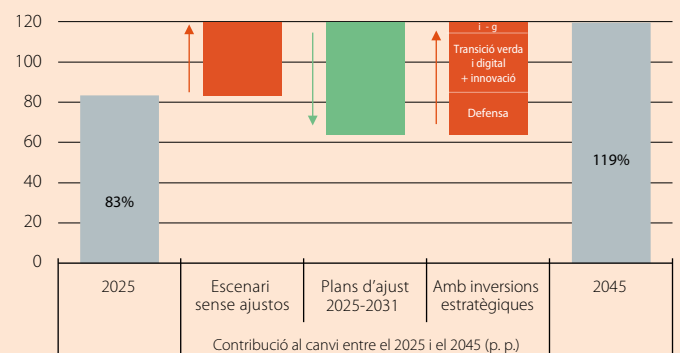
Dues forces contraposades: consolidació fiscal vs. autonomia estratègica

D'una banda, la situació de les finances públiques europees emergida després de la pandèmia¹ i els efectes de l'envelliment demogràfic² aboquen a un deteriorament fiscal notable si no s'adopten mesures compensatòries i allunyen un nombre creixent de països de les referències del Pacte d'Estabilitat i Creixement. Prenent com a base les previsions de la Comissió Europea per als diferents Estats membres, en un escenari sense ajustos, el dèficit públic agregat per a la UE es podria ampliar en 10 anys fins al 5% del PIB (el 3,2% el 2024), i la ràtio de deute públic es podria acostar al 100% del PIB (el 81% el 2024).³ Sota el nou marc de governança fiscal europea, el principal instrument per corregir aquests desequilibris són els plans fiscals estructurals a mitjà termini, en els quals els Estats membres recullen el full de ruta per assegurar la sostenibilitat del deute públic.⁴ Per a aquells països que han de realitzar ajustos, les mesures incloses en els plans comporten una reducció anual en el dèficit estructural primari de 0,5-0,6 p. p. del PIB entre el 2025 i el 2031 (alguns en quatre anys i altres durant un període ampliat de set anys). I, per al deute públic de la UE en el seu conjunt, la diferència amb l'escenari sense ajustos és molt substancial, fins a 25 p. p. menys en 10 anys i 50 p. p. per sota en 20 anys (vegeu el primer gràfic). La implementació dels plans a mitjà termini és, per tant, crucial per garantir la sostenibilitat de les finances públiques.

I, d'altra banda, com ho han posat de manifest en anys recents la COVID-19, la invasió russa d'Ucraïna i l'unilateralisme de la nova Administració Trump, la UE presenta dependències estratègiques en àmbits com la defensa, la innovació i la doble transició verda i digital. Així, l'informe Draghi, publicat el 2024, recollia unes necessitats addicionals d'inversió en aquestes àrees d'uns 800.000 milions d'euros anuals,⁵ xifra que ara, després dels compromisos d'incrementar la despesa en defensa adquirits a l'OTAN,⁶ ha estat actualitzada pel BCE fins als 1,2 bilions (prop del 7% del PIB del 2024).⁷ Sota la hipòtesi que el sector públic finança el 25% d'aquestes necessitats addicionals d'inversió en els 10 propers anys (el 100% en el cas de defensa per la seva condició de monopsoni natural), aquest impuls de la despesa podria incrementar el deute públic de la UE en una magnitud que contrarestaria la reducció que s'espera assolir amb els plans d'ajust a mitjà termini (vegeu el primer gràfic).⁸ Per tant, en la recerca d'una desitjada autonomia estratègica en l'actual context geopolític, hauríem tornat a la casella de sortida en termes de (in)sostenibilitat del deute, amb riscos addicionals de retroalimentació per la pressió sobre els costos de finançament dels Estats membres.⁹

Deute públic total dels països de la UE*

(% del PIB)



Notes: * Canvi entre el 2025 i el 2045. Previsió del 2025 publicada a l'informe de primavera de la Comissió Europea. i - g indica l'efecte del canvi en el diferencial entre el tipus d'interès (i) i el creixement nominal del PIB (g), assumint que cada augment d'1 punt en la ràtio del deute públic incrementa el cost del nou finançament en 4 p. b., i un multiplicador fiscal de 0,75 per a canvis en el saldo estructural primari. Les inversions estratègiques consideren que el gap actual es tanca de manera progressiva fins al 2035.

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

1. Vegeu el Focus «Els límits del deute: edició 2025», en aquest mateix Informe Mensual.

2. Vegeu el Dossier «Desafiaments i polítiques en l'era de la longevitat», a l'IM09/2025.

3. Càlculs propis basats en els escenaris remesos per la Comissió Europea als Estats membres abans de l'elaboració dels plans fiscals estructurals a mitjà termini el 2024-2025.

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

5. Vegeu el Focus «Draghi proposa una política industrial europea com a motor davant els reptes de les properes dècades», a l'IM10/2024.

6. Vegeu el Focus «El 5% del PIB en defensa: per què?, amb quina finalitat?, és factible?», a l'IM09/2025.

7. BCE (2025), «Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions».

8. A l'escenari de referència, considerem un augment progressiu de la despesa en defensa fins al 3,5% del PIB el 2035 (el 5% per a Polònia i per a les repúbliques bàltiques) i de la inversió pública per a innovació i per a la doble transició verda i digital d'1,5 p. p. en el mateix període.

9. Baldacci, E. i Kumar, M. S. (2010), «Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yield», estimen la sensibilitat del tipus d'interès en un rang de 3 a 5 p. b. per cada p. p. d'increment en la ràtio de deute públic. D'aquesta manera, *ceteris paribus*, l'increment de la inversió pública per a finalitats estratègiques podria incrementar entre 0,75 i 1,25 p. p. el cost del nou finançament en 10 anys i entre 1,5 i 2,5 p. p. en 20 anys en relació amb l'escenari amb ajustos sota les noves regles fiscals.

Palanques de mitigació cap a un nou equilibri

En aquest escenari, una estratègia fiscal creïble hauria de combinar una certa flexibilitat a curt termini per tancar la bretxa d'inversió –ampliant a la resta d'àrees crítiques la clàusula d'escapament per a despesa en defensa activada enguany i augmentant el finançament conjunt dels béns públics comunitaris– amb el requisit imprescindible d'una major eficiència en la despesa pública i en la construcció d'unes bases sòlides per a un major creixement potencial. Aquesta estratègia permetria abordar el necessari procés de consolidació fiscal a mitjà termini, que, sent més realista, podria implicar una referència d'arribada més elevada per a la ràtio de deute públic –més a prop del 90% del PIB que del 60% actual–, quelcom que, de fet, està implícit en els plans d'estímul d'Alemanya.¹⁰

L'aspiració d'augmentar el creixement econòmic de la UE és indissociable del debat fiscal. Un major ritme d'avanç de l'activitat permetrà ampliar la base d'ingressos i «absorbir» deute públic amb més rapidesa i contindrà també la pressió sobre els costos de finançament que podria comportar un nou ancoratge fiscal a mitjà termini (vegeu el segon gràfic).¹¹ Amb aquest objectiu, les inversions assenyalades més amunt s'han de canalitzar a través de projectes d'impacte en termes d'autonomia estratègica i d'abast macroeconòmic a la UE –amb un pes creixent del valor afegit europeu. A més a més, tal com ho recullen els objectius de la Brúixola de la Competitivitat, és necessari avançar en paral·lel en l'agenda reformadora, amb la inclusió de la simplificació reguladora, d'una major integració del mercat únic, de nous instruments de finançament dins una unió de capitals, i amb la revisió del marc de competència i de les ajudes d'Estat per impulsar projectes europeus amb una dimensió comunitària.¹² Com ho va assenyalar el mateix Draghi en l'aniversari del seu informe, cal accelerar l'adopció i la implementació d'aquesta ambiciosa agenda per generar un cercle virtuós amb més participació del capital privat i amb menys exigències per als comptes públics.¹³

Pel que fa al paper que pot exercir el finançament conjunt per cobrir les necessitats estratègiques, l'emissió de deute mancomunat ha mostrat la seva potència davant xocs d'elevada magnitud acompanyats d'estrès als mercats financers, ha facilitat la implementació i ha rebaixat el cost de les polítiques contracíclics a curt termini, i ha alleujat la tensió sobre les finances públiques a mitjà termini.¹⁴ No obstant això, en «temps normals» i sense una estructura federal completa, no sembla que el recurs al finançament conjunt (ja sigui per la via dels mercats o per la via del pressupost comunitari) estigui tan justificat per la seva garantia de la sostenibilitat fiscal conjunta de la UE –al capdavant, és deute que els Estats membres hauran de retornar– com pels guanys potencials d'eficiència en àrees en què la despesa pública nacional està fragmentada, com les xarxes transeuropees d'energia i de transport o unes capacitats mínimes de defensa coordinada a nivell comunitari. Dit això, els 530.000 milions d'euros que proposa la Comissió Europea per finançar inversions estratègiques en l'horitzó 2028-2034 –inclòs el nou Fons de Competitivitat i més recursos per a la facilitat *Connecting Europe*– poden semblar una xifra reduïda, ja que la seva part incremental en relació amb el pressupost anterior és equivalent, amb prou feines, al 4% del *gap* total estimat pel BCE.¹⁵ Un increment del 25% d'aquests fons permetria finançar fins al 20% de les inversions públiques en àrees estratègiques en els propers anys.¹⁶

Consolidació sí, però adaptada als nous temps

Un major creixement econòmic potencial, una major eficiència en la despesa pública, un major grau de cofinançament en béns públics comunitaris i una major flexibilitat en les regles fiscals són palanques clau de mitigació per a la sostenibilitat del deute públic europeu. No obstant això, és probable que no siguin suficients davant possibles xocs futurs i que una certa dosi de consolidació addicional continuï sent necessària a mitjà termini, tot i que tindria una magnitud molt més limitada que els plans

10. Zettelmeyer, J. (2025), «What does German debt brake reform mean for Europe?», i Darvas, Z., Welslau, L. i Zettelmeyer, J. (2025), «What Germany's medium-term fiscal plan means for Europe».

11. Estímem que, més enllà de l'efecte multiplicador de les inversions estratègiques, un increment del creixement mitjà anual del PIB nominal de 0,5 p. p. en els cinc propers anys i d'1 p. p. de llavors ençà podria reduir la ràtio del deute públic de la UE en uns 15 p. p. d'aquí a 20 anys.

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

13. Draghi, M. (2025), «High Level Conference – One year after the Draghi report: what has been achieved, what has changed».

14. Burriel, P., Kataryniuk, I. i Pérez, J. J. (2022), «Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool».

15. Vegeu el Focus «[Pressupost 2028-2034 per a la UE: missió impossible?](#)», a l'IM09/2025.

16. Si es fes amb un finançament conjunt, estímem que la ràtio de deute nacional del conjunt de països de la UE podria ser uns 10-12 p. p. inferior el 2045, en relació amb un augment una mica menor en el deute comunitari, resultat de l'impacte diferencial sobre el cost de finançament.

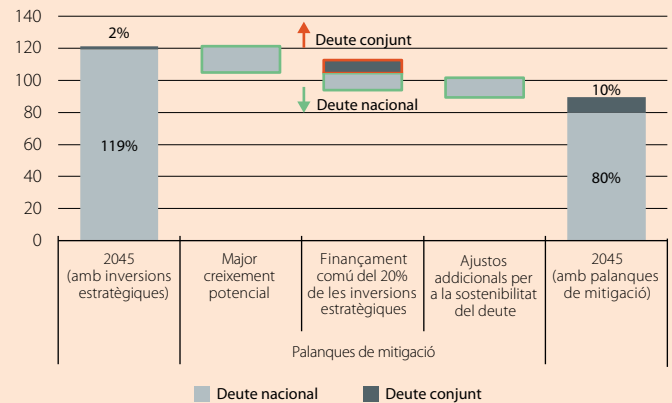
d'ajust aprovats per als propers anys (vegeu el segon gràfic).¹⁷ Aquest camí serà més fàcil de recórrer en la mesura que sigui progressiu però persistent i estigui integrat en una estratègia fiscal creïble i coordinada entre els Estats membres.

Des del punt de vista dels ingressos, l'estructura impositiva ha d'afavorir el creixement econòmic i eliminar les distorsions en l'eficiència dels mercats, al mateix temps que ha de contribuir, amb una recaptació suficient i amb una progressió adequada, a mitigar les desigualtats socials i territorials que sorgeixen en la transició cap a una economia europea més autònoma i competitiva a nivell global. I, pel costat de la despesa, a més del fet que la major inversió estratègica es dirigeixi a àrees més productives, és convenient fer un seguiment continu de l'eficiència i de l'impacte de les polítiques públiques i avaluar els efectes que el canvi en la composició dels pressupostos hagi de tenir sobre el creixement i sobre la distribució de la renda.¹⁸

Veiem, per tant, que conciliar la sostenibilitat del deute públic amb l'impuls a l'autonomia estratègica europea és un repte d'enorme complexitat, marcat per tensions entre disciplina fiscal, inversions necessàries i exigències geopolítiques. Cada avanç en un d'aquests fronts implica ajustos i riscos en els altres, la qual cosa exigeix una coordinació ambiciosa i flexible entre els Estats membres, sota la disciplina contínua dels mercats financers i amb la complicació addicional d'una creixent fragmentació política interna. La magnitud i la interdependència dels desafiaments tractats en aquesta anàlisi evidencien la dificultat d'assolir un equilibri durador, però la inacció o la falta d'ambició podrien deixar la UE endarrerida en relació amb altres potències globals en termes de benestar i amb un desafiament d'endeutament molt més exigent que l'actual.

David Martínez Turégano

Deute públic total de la UE el 2045* (% del PIB)



Notes: * Canvi en relació amb l'escenari amb inversions estratègiques. El deute públic total de la UE inclou el deute nacional dels Estats membres i el deute conjunt. El saldo del deute conjunt previst per al 2045 es correspon amb l'amortització progressiva del finançament per l'NGEU. L'escenari de major creixement potencial assumeix un augment progressiu de 0,5 p. p. fins al 2030 i fins a 1 p. p. a partir del 2035. La diferència entre el que augmenta el deute conjunt per finançar el 20% de les inversions estratègiques i el que es redueix la ràtio de deute nacional s'explica per l'impacte sobre el cost de finançament. Els ajustos addicionals per a la sostenibilitat del deute públic es materialitzen en un augment progressiu del saldo estructural primari a partir del 2029, quan finalitza l'aplicació de la clàusula d'escapament per a la despesa en defensa (ampliada aquí a altres inversions estratègiques). Els efectes consideren l'impacte per la via del multiplicador fiscal i del tipus d'interès del nou finançament.

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

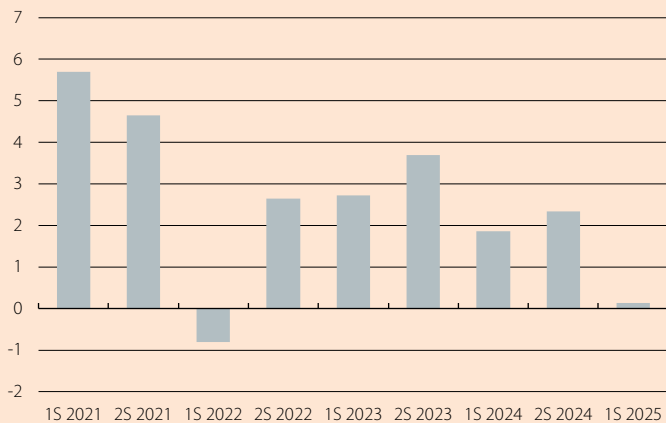
17. Segons estimacions pròpies, l'estabilització de la ràtio de deute públic a partir del 2045 requeriria un increment del saldo estructural primari equivalent a la reducció entre 10 i 15 p. p. del PIB en l'endeutament de la UE. Per als països amb nivells per damunt del 90% del PIB, es considera la seva convergència a aquest nivell o, si és superior, al nivell que s'esperaria després dels ajustos en els plans d'ajust a mitjà termini (sense inversions estratègiques).

18. FMI (2025), «Fiscal Monitor: Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth».

Perspectives dels EUA 2026: resiliència amb fragilitats

L'economia dels EUA ha mostrat una notable capacitat de resistència el 2025, malgrat enfrontar-se a un entorn complex marcat per les tensions comercials, per les tibantors de la política interna i per la incertesa. Malgrat aquests obstacles, el creixement va assolir l'1,6% (anualitzat) en la primera meitat de l'any, impulsat, principalment, pel dinamisme de la inversió en actius vinculats a la intel·ligència artificial (IA) i per un consum privat que, tot i que modera el seu creixement, continua aportant a l'activitat.

EUA: creixement del PIB un cop exclosa la inversió en equipament de processament d'informació i en software (%, anualitzat)



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

De cara al 2026, les perspectives són positives. Projectem un ritme de creixement pròxim al potencial (el 2%), sustentat, principalment, per la continuïtat del vigorós cicle d'inversió privada, vinculat en especial a la IA. Una altra font de suport serà una política monetària que transita cap a una posició més neutral, a més d'una política fiscal expansiva que manté estímuls a curt termini. Ara bé, aquests pilars també comporten riscos a mitjà termini, amb dubtes sobre la rendibilitat de l'onada d'inversió en IA, sobre la salut dels comptes públics i la sostenibilitat del deute, sobre la capacitat de la Fed de transitar cap a la neutralitat i sobre el teló de fons de riscos més directament vinculats a les mesures de la nova Administració Trump. Entre aquests riscos, destaquen l'impacte sobre el mercat laboral, els salaris i l'activitat de les polítiques migratòries restrictives, la reconfiguració de les institucions nord-americanes i les persistents tensions aranzelàries.

L'auge de la inversió en IA lidera el creixement

El 2025, la inversió privada en tecnologia i en IA ha estat la gran impulsora del creixement. La despesa en equipaments de processament d'informació (ordinadors, servidors) i en *software* va créixer, en la primera meitat de l'any, a taxes anuals del 35% i del 23%, respectivament, i va aportar 1,4 p. p. a un creixement total de l'1,6%. Sense aquesta embranzida de la inversió en tecnologia, el PIB gairebé no hauria crescut.

L'epicentre de l'auge se situa a Silicon Valley, on un grup reduït de grans companyies¹ ha invertit, en la primera meitat de l'any, prop de 194.000 milions de dòlars en infraestructura i en centres de dades. S'estima que la xifra arribarà als 368.000 milions al final del 2025 (equivalent a l'1,2% del PIB) i que podria assolir els 432.000 milions el 2026, més del doble del que es va invertir el 2023. A això se sumen els projectes d'empreses com OpenAI i les quantioses inversions necessàries per reforçar la xarxa elèctrica i la producció de xips, on destaquen actors com Nvidia.

A curt termini, aquest *boom* inversor té un efecte clarament positiu sobre l'economia. Però la concentració del creixement principalment en un motor planteja riscos. Si el vent de cua tecnològic s'afebleix, podrien quedar al descobert febleses de fons: un consum més fràgil, un mercat laboral que s'ha començat a refredar i els efectes inflacionistes dels aranzels, que, tot i que fins ara han estat limitats (en part, per l'acumulació d'inventaris i de compres anticipades en el 1T 2025), es podrien intensificar a mesura que s'esgotin els matalassos d'existències.

A més a més, sorgeixen dubtes sobre la sostenibilitat de l'auge. Les empreses s'enfronten a reptes operatius per escalar la seva infraestructura, mentre que encara no és clar el veritable impacte de la IA sobre la productivitat ni la seva capacitat per generar beneficis sostenibles. Si les expectatives no es compleixen, es podria produir, a mitjà termini, una correcció en les valoracions borsàries, amb implicacions financeres que seran més o menys àmplies en funció de l'augment del crèdit i del deute que acompanyi el *boom* inversor en els propers anys.² Un altre possible factor d'amplificació deriva de l'augment d'estructures de finançament més palanquejades i circulars, amb participacions creuades entre empreses del mateix sector al llarg de les cadenes de valor.

La palanca monetària

En el front monetari, la Reserva Federal es troba en plena transició des d'un posicionament que qualifica de moderadament restrictiu cap a un de més neutral. En l'actualitat, el tipus *fed funds* se situa en el rang del 3,75%-4,00%, i esperem que, al final del 2026, se situï en el 3,00%-3,25%. El gir respon a un deteriorament del mercat laboral: la creació d'ocupació s'ha refredat, la contractació disminueix i

1. En particular ens referim a Amazon, Microsoft, Meta, Alphabet, Oracle, Apple i Tesla.

2. Per exemple, segons les estimacions de Morgan Stanley i de Bloomberg, de les inversions que faran les grans tecnològiques entre el 2026 i el 2028 en centres de dades, el 50% serà finançat amb flux de caixa de les empreses, el 30% per crèdit privat i el 20% restant per altres fonts. Vegeu Ren, S. (2025, 2 d'octubre), «AI Data Centers Give Private Credit Its Mojo Back», Bloomberg.

l'atur ha començat a repuntar. Malgrat que la inflació es manté per damunt de l'objectiu del 2%, la Fed busca evitar un refredament excessiu de l'ocupació que comprometi l'activitat.

No obstant això, el consens dins el FOMC és limitat: un grup de membres defensa una certa prudència i un altre pressiona per retallades més agressives. En un context en què els dos mandats –estabilitat de preus i plena ocupació– tiren en direccions oposades, el marge d'error és estret, i el camí dels tipus d'interès és incert. Segons paraules de Powell, les properes retallades estan «lluny» d'estar garantides.

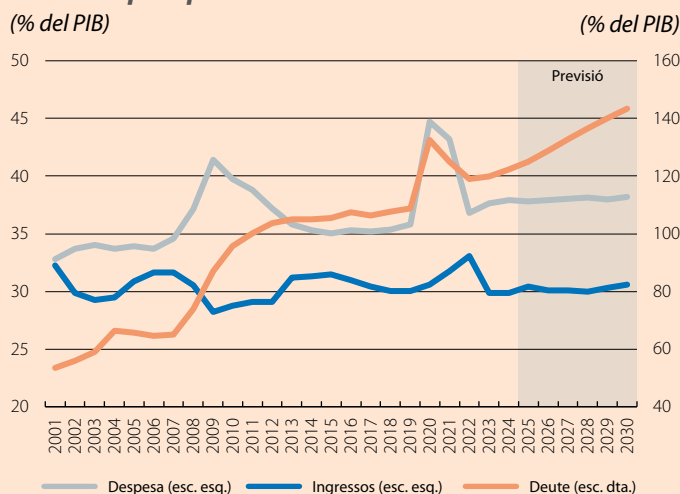
A aquesta incertesa se suma un risc institucional. El 2025, la Casa Blanca ha intensificat la pressió sobre la Fed, ha proposat nomenaments afins i ha generat un cert debat sobre la independència del banc central. L'intent de destituir la governadora Lisa Cook ha establert un precedent inusual, i el nomenament d'Stephen Miran –economista afí al president Trump– ha despertat recels. Miran ha expressat posicionaments que divergeixen de la resta del FOMC i ha contribuït a la major dispersió de projeccions de tipus d'interès entre els membres de la Fed a la reunió del setembre (en què sol haver-hi més consens sobre els tipus per al final de l'any) dels 13 últims anys, com s'aprecia al segon gràfic. Malgrat que no veiem senyals clars que la Fed hagi de perdre la seva independència, i confiem que la majoria dels seus membres continuaran actuant amb l'objectiu de complir els seus mandats, aquestes tensions institucionals afegeixen incertesa a l'entorn econòmic i financer, quan, a més a més, el 2026, es renoven almenys dos llocs del Consell.³

Perspectives fiscals

Al juliol del 2025, va entrar en vigor la llei OBBA (*One Big Beautiful Bill Act*), que fa permanents la majoria de les rebaixes fiscals aprovades el 2017 i afegeix noves reduccions temporals.⁴ També permet que les empreses dedueixin immediatament certes despeses de capital, la qual cosa incentiva la inversió a curt termini.

Aquestes mesures ajuden a mantenir el creixement a curt termini, però a costa d'un deteriorament més sever dels comptes públics. Així, tot fa pensar que, enguany, el dèficit públic es mantindrà al voltant del 7% del PIB –el doble de la mitjana prèvia a la pandèmia–, i les previsions apunten al fet que continuarà en aquest nivell durant diversos anys. L'augment de la recaptació per aranzels és molt probable que no compensi l'augment de la despesa pública prevista. El Fons Monetari Internacional estima que, si es manté aquesta tendència, el deute públic brut podria superar el 140% del PIB cap al final de la dècada, un augment molt considerable en poc temps si tenim en compte que espera que tanqui el 2025 en el 122%. En altres paraules, l'impuls fiscal d'avui es podria convertir en una càrrega demà.

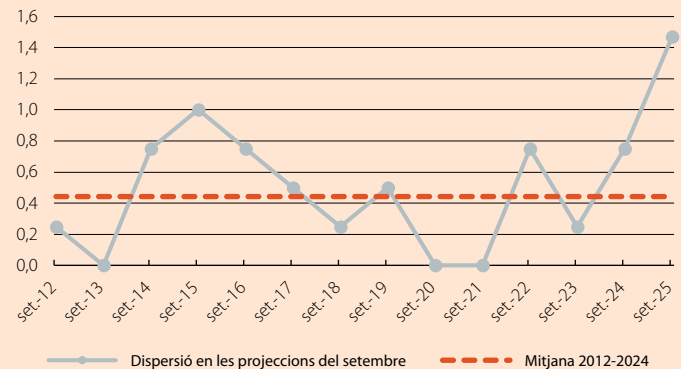
EUA: comptes públics



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

Dispersió en les projeccions del nivell de tipus per al final de l'any (reunions FOMC - setembre)

(p. p.)



Notes: La dispersió fa referència a la diferència entre el tipus màxim i el tipus mínim projectat al dot plot. El tipus màxim projectat al setembre del 2025 és del 4,375% i el tipus mínim (el d'Stephen Miran) és del 2,875%.

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

Un optimisme cautelós

En conjunt, l'economia dels EUA encara el 2026 amb una mescla de fortaleza i de vulnerabilitat. La resiliència demostrada el 2025 ha superat les expectatives, i els dos motors –inversió en IA i noves retallades de tipus– auguren un altre any de creixement sòlid. No obstant això, el panorama no està exempt de riscos. És cert que l'auge tecnològic es podria prolongar, i si les millores en productivitat es materialitzen, els seus beneficis s'estendran més enllà del 2026. Però, si la rendibilitat de les inversions no compleix el que s'espera, l'impacte negatiu sobre el creixement i sobre els mercats financers seria significatiu a mitjà termini. La Fed enfronta dilemes interns i pressions externes mentre persisteixen riscos laborals, aranzelaris i polítics, amb el deteriorament dels comptes públics com a teló de fons.

Isabela Lara White

3. Al gener, es renova el lloc que ocupa Miran, que, des del setembre del 2025, està finalitzant el mandat d'Adriana Kugler. El mandat de Powell com a president del FOMC venç al maig, i, tot i que el seu lloc de governador no acaba fins al 2028, els seus predecessors han renunciat al Consell en acabar els seus mandats com a *chairman*.

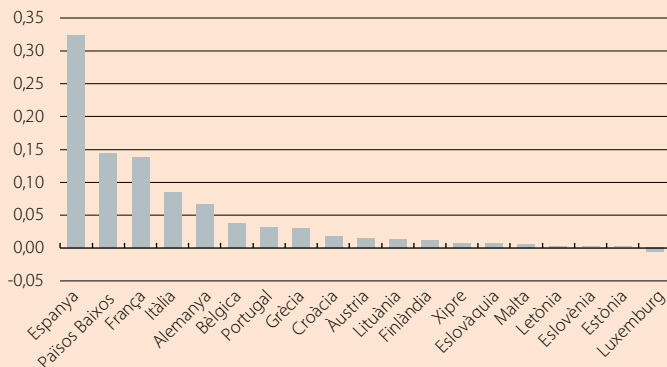
4. Com l'exempció de l'impost sobre la renda per a les propines o les hores extres.

Bones perspectives de creixement per a l'economia espanyola el 2026

Balanç positiu del 2025

Malgrat un 2025 marcat per les tensions comercials globals, l'economia espanyola ha mostrat un dinamisme sòlid. S'estima que el PIB creixerà el 2,9%, molt per damunt de l'1,3% de la zona de l'euro, la qual cosa situa Espanya, juntament amb Irlanda, com a principal motor econòmic de la regió (vegeu el primer gràfic).

Zona de l'euro: contribució al creixement del PIB per països en el primer semestre del 2025 (p. p.)



Nota: Excloem Irlanda pel comportament anòmal en el 1T 2025, quan l'economia, impulsada pels resultats de les multinacionals situades al país, va créixer el 7,5% intertrimestral.

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

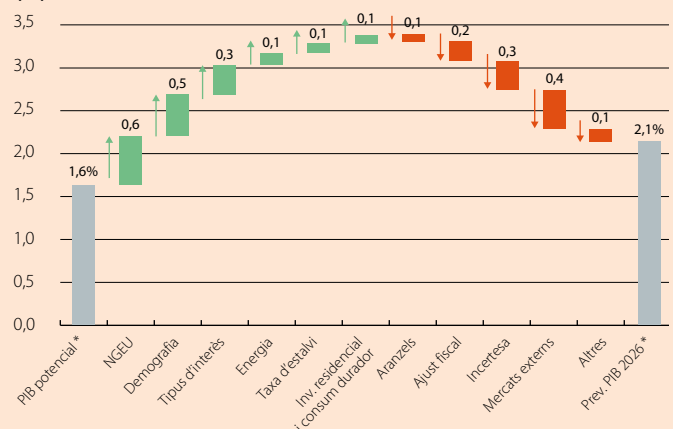
Perspectives per al 2026: desglossant els motors del creixement

Preveiem que el PIB espanyol creixerà el 2,1% el 2026. Aquest creixement es desglossa en diversos factors (vegeu el segon gràfic). Partim d'un ritme de creixement subjacent (o «potencial») estimat al voltant de l'1,6% anual —és a dir, la velocitat a la qual podria créixer el PIB espanyol considerant la tendència productiva de fons—, al qual es van afegint altres factors.¹

Pel costat positiu, diversos canals continuaran empenyent l'activitat econòmica espanyola:

- **Fons europeus (NGEU):** el 2026, un any clau, perquè a l'agost s'hauran d'haver complert totes les fites del Pla de Recuperació, s'accelerarà la inversió vinculada als fons europeus. Preveiem que s'executaran uns 17.500 milions en subvencions (en relació amb els ~15.000 milions del 2025)² i que s'avançarà en els projectes finançats amb préstecs. Aquesta injecció de fons podria aportar 0,6 p. p. al creixement del PIB.
- **Impuls demogràfic:** el 2026, la immigració continuarà impulsant el creixement poblacional, que s'estima en el 0,8%, molt per damunt del 0,3% anual previ a la pandèmia. En incorporar aquest diferencial, l'augment addicional de població es traduiria en prop de 0,5 p. p. de creixement al PIB. Aquest impuls demogràfic propiciarà la continuïtat de la fortalesa del mercat laboral —preveiem un creixement de l'ocupació del 2% el 2026.
- **Condicions financeres raonablement acomodaticies:** la política monetària continuarà sent un suport net per a l'economia espanyola durant el 2026. Tot i que no s'esperen noves retallades de tipus d'interès, l'economia i, en especial, la inversió es continuaran beneficiant de la transmissió de les baixades de tipus que van tenir lloc el 2024 i el 2025. Aquest canal podria

PIB 2026: desglossament del creixement (p. p.)



Notes: Variació anual (%). * PIB potencial corregit per l'impacte del fort creixement demogràfic i els fons NGEU.

Font: CaixaBank Research.

1. Per netejar l'efecte del fort creixement demogràfic dels últims anys i de l'impacte dels fons NGEU, en el càlcul del PIB potencial, hem suposat que la demografia ha crescut, des del 2022, segons la mitjana del 2017-2019, del 0,3% anual, i, a més a més, hem reduït la inversió anual per la quantia estimada provinient dels fons NGEU.

2. D'aquesta manera, s'haurien executat els 80.000 milions de transferències del Pla de Recuperació.

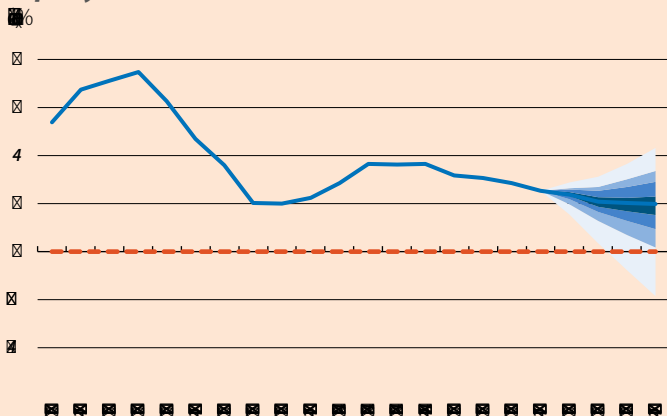
aportar 0,3 p. p. al creixement del PIB, amb un impacte especial sobre la inversió en equipament, tot i que només el 6,4% per damunt del nivell pre-pandèmia, en relació amb el 10,0% del PIB.

- Alleujament en els preus energètics: s'espera que, el 2026, els preus del petroli i del gas baixin lleugerament en relació amb el 2025, la qual cosa reduiria els costos per a les empreses i per a les llars i aportaria un petit impuls al creixement econòmic.
- Consum privat i estalvi: l'elevat creixement de la renda bruta disponible, impulsada per la fortalesa del mercat laboral, ha permès un augment substancial de la taxa d'estalvi de les llars. Preveiem que, el 2025, la taxa d'estalvi es mantindrà en cotes pròximes al 13% de la renda bruta disponible i projectem un suau descens el 2026 a conseqüència d'una menor incertesa i de la reducció recent dels tipus d'interès. Aquesta disminució de la taxa d'estalvi ajudarà a mantenir el dinamisme del consum privat i impulsarà lleugerament el creixement del PIB en 0,1 p. p.
- Inversió residencial en auge: la construcció d'habitatge transitarà una fase expansiva el 2025 i el 2026. En resposta a l'alta demanda, es preveu que els visats d'obra nova passin dels 128.000 del 2024 als 140.000 el 2025 i als 150.000 el 2026. Els habitatges iniciats el 2025 continuaran generant activitat el 2026, ja que la construcció d'habitatge es prolonga més d'un any, i el consum de béns duradors vinculats a la llar també creixerà. En conjunt, aquest canal aportaria 0,1 p. p. al creixement del PIB.³

Per descomptat, no tots els factors empenyeran a l'alça. També identifiquem diversos vents en contra que moderaran el creixement el 2026:

- Feblesa de l'entorn exterior: el principal fre provindrà del sector extern, atès que, el 2026, els nostres mercats d'exportació creixeran per sota de la seva mitjana històrica, afectats encara per les seqüeles del recent conflicte aranzelari i per la feblesa econòmica dels nostres principals socis comercials europeus.⁴ Això podria restar 0,4 p. p. al creixement del PIB. Addicionalment, cal considerar l'impacte directe de les barreres comercials: els aranzels que els EUA han imposat a les importacions europees al llarg del 2025 encara tindran un impacte negatiu sobre el creixement del 2026 i restaran, aproximadament, 0,1 p. p.
- Incertesa global i ajust fiscal: altres elements adversos, tot i que d'una magnitud menor, podrien pesar lleugerament. La incertesa global, tot i que més baixa que el 2025, continuarà sent un llast per a les decisions d'inversió i de consum. A més a més, es preveu una política fiscal més contractiva (exclòs l'efecte dels fons NGEU), amb ingressos públics a l'alça i amb un creixement de la despesa més moderat, la qual cosa implicarà un ajust del dèficit i una lleugera contenció de la demanda interna.

Espanya: PIB



Nota: Esgu el tranparència el l'hept ún in itade el pblitat d'elació en relació al creixement de la producció, claudat a la seua deien en una pblitat emoburació. Aall d'refèrència, la bnd d'elara a la prt bnd el q' el l'itit el percentil 0.0 de la d'ribició. Font: CaixaBank Research a partir del 2026

En conjunt, preveiem un creixement del 2,1% el 2026, una xifra sòlida però una mica inferior a la del 2025. Aquesta moderació s'explica perquè diversos suports clau ja han impulsat l'economia el 2025. En concret, el 2026, l'aportació al creixement de la demografia, dels tipus d'interès i del sector turístic serà similar a la del 2025. S'espera, només, que l'aportació dels fons NGEU sigui superior. En canvi, ara guanyen pes factors com el menor dinamisme exterior i la transició cap a una fase més madura del cicle econòmic.

Intervals de confiança: quantificant la incertesa

Com tota previsió, el nostre escenari està subjecte a incertesa. Per aquest motiu, presentem intervals de creixement amb les seves respectives probabilitats associades. Per fer-ho, utilitzem el model macroeconòmic per a l'economia espanyola de CaixaBank Research.⁵ Al tercer gràfic, es mostra l'evolució del creixement del PIB que esperem fins al 4T 2026 i les possibles desviacions en relació amb les nostres previsions. D'acord amb aquesta anàlisi, amb el 40% de probabilitat, el creixement anual del PIB del 2026 se situarà entre l'1,5% i el 2,7%. Amb

una probabilitat del 60%, cas que ja incorpora la possibilitat que es materialitzin xocs, tant en negatiu com en positiu, d'una magnitud relativament elevada, el creixement se situaria entre l'1,0% i el 2,9%. D'aquesta manera, podem dir, amb un elevat grau de confiança, que, l'any vinent, l'economia espanyola continuarà creixent a un bon ritme.

Oriol Carreras Baquer

3. Aquest càlcul és l'aportació al creixement del PIB en excés de l'aportació que resultaria si aquesta categoria creixés al ritme marcat pel creixement del PIB potencial.
4. El creixement dels nostres principals mercats d'exportació va ser del 3,5%, de mitjana anual, entre el 2014 i el 2024. Per al 2026, preveiem un avanç de l'1,9%.
5. Es tracta d'un model semiestructural d'equilibri general de l'economia espanyola, on la visió a curt termini està determinada per la demanda agregada, mentre que, a llarg termini, la demanda i l'oferta agregades s'igualen. Vegeu https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2022/12/14/34454/wp-320-modelo-semiestructural-de-caixabank-research-para-espana_0.pdf.

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

Et recomanem:

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 desacceleració a causa de la incertesa econòmica.



Segueix-nos a:



www.caixabankresearch.com



Newsletter



CaixaBank



Pòdcast

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

© CaixaBank, S.A., 2025

© Banco BPI, 2025

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

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

