

El Cercle d'Economia, juntament amb CaixaBank Research, us ofereix cada mes una breu anàlisi de la situació econòmica global.

Les claus econòmiques del mes

Octubre de 2025

Dinamisme i fragilitat

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

Dinamisme econòmic global. Els indicadors d'activitat global mostren una sorprenent **resiliència**. Al setembre, l'índex PMI d'activitat empresarial es va situar en 52,4 punts (50 marca el llindar de creixements positius), i en el conjunt del 3T ha assolit màxims de l'any. Aquest bon resultat s'explica tant per la millora dels índexs de serveis com de manufactures. Això ha anat acompanyat per una millora dels indicadors de referència de les principals economies. En aquest context, l'OCDE i l'FMI han revisat a l'alça les previsions de creixement global per al 2025, en 0,3 p.p. i 0,2 p.p. respectivament. Ambdues institucions el situen en el 3,2%, un ritme d'avanç molt similar a la mitjana entre 2000 i 2024, del 3,5%.

EUA manté un notable dinamisme i, de moment, sembla que l'impacte de la pujada d'aranzels és limitat. El creixement del 2T va ser revisat a l'alça fins al 0,95% intertrimestral enfront del 0,8% inicialment estimat. Destaca el dinamisme de la inversió en capital fix, amb un avanç de l'1,1%, empesa per la inversió en les noves tecnologies i la IA. Concretament, la inversió en equips informàtics va créixer un 2,8% i la inversió en *programari* un 6,1%. Sense l'empenta de la inversió del sector tecnològic, l'economia nord-americana s'hauria mantingut plana en el 1S 2025. Les últimes dades apunten que en el 3T el ritme de creixement es manté en cotes similars. Els *trackers* de la Fed de Nova York i de la Fed d'Atlanta estimen un creixement entre el 0,6% i el 0,9% intertrimestral.

La inflació no baixa als EUA, però es manté sota control. A l'agost, la general va pujar 0,2 p. p., fins al 2,9%, i la general va augmentar 0,1 p. p., fins al 3,1%. Tot i que són xifres que s'emporten per sobre de la referència del

2%, les dades suggereixen un impacte modest dels aranzels fins al moment, possiblement perquè les empreses estan absorbint bona part de l'augment de costos. No obstant això, les últimes dades de mercat de treball comencen a donar senyals d'esgotament. La revisió anual de l'estadística va mostrar gairebé 911.000 llocs de treball menys en el període abril 2024-març 2025 del que s'havia indicat inicialment, i a l'agost amb prou feines es van crear 22.000 llocs de treball, davant d'una mitjana lleugerament per sobre dels 100.000 en els quatre primers mesos de l'any. La taxa d'atur continua pujant i se situa en el 4,3%, davant del 3,5% a l'inici de l'any.

Europa avança a ritme europeu. Els indicadors disponibles per al 3T mantenen una tònica similar a la dels últims trimestres, això és, amb un ritme d'avanç modest, però positiu. O positiu, però modest. Així, l'índex d'activitat empresarial PMI va pujar al setembre 0,2 punts, fins a un nivell de 51,2, màxim de 16 mesos, però amb prou feines per sobre del llindar de 50, que marca creixements positius. La mitjana del 3T se situa en 51,0, enfront del 50,4 del 2T. A Alemanya, l'economia continua mostrant símptomes de debilitat per la crisi del seu sector industrial, mentre s'espera que es posi en marxa el pla d'infraestructures anunciat i que es clarifiqui el context comercial global. A França, l'activitat econòmica es veu condicionada per la seva fràgil situació política, cosa que pressiona la prima de risc a l'alça i debilita els indicadors d'activitat. El PMI francès va cedir més d'1 punt al setembre, fins als 48,1, i encadena 13 mesos consecutius per sota del llindar de 50. En aquest context, en el conjunt de l'eurozona la inflació es manté estable al voltant de l'objectiu del BCE. Al setembre, la general es va situar en el 2,2%, i el nucli es va mantenir en el 2,3% per cinquè mes consecutiu.

La Xina resisteix i les seves exportacions es disparen. Les vendes minoristes van créixer un 3,4% interanual en el 3T i la producció industrial un 5,2%. Però sobretot sobresurt el dinamisme de les exportacions, que van créixer un 8,3% interanual al setembre, el major ritme d'avanç des de març. Tot i que les exportacions als EUA continuen caient amb força (-27,0% al setembre, -33,1% a l'agost i -16,9% en l'acumulat de l'any), l'impacte es compensa amb augments significatius cap a altres regions. En els primers nou mesos de l'any, les exportacions a Vietnam, un dels principals socis comercials de la Xina a nivell regional i plataforma destacada de redireccionament de fluxos comercials, han crescut un 22,3% (vs. 17,6% el 2024). Als països ASEAN han crescut un 14,7% vs. 12,0% el 2024, a l'Àfrica un +28,3% vs. 3,6% el 2024, i a la UE un +8,2% vs. 3,1% el 2024. Per productes, al setembre va destacar l'acceleració de les exportacions de terres rares, que es van disparar un 97,1% al mes davant d'un creixement del 36,4% el mes anterior. Les importacions xineses també van repuntar (+7,5% interanual vs. 1,3% anterior), una pujada explicada, en part, per acumulació d'inventaris, de xips i de matèries primeres (com el petroli, el mineral de ferro o la soja).

Fragilitat econòmica, política i social. La guerra comercial no ha acabat, com mostra el nou repunt de les tensions entre la Xina i els EUA. La Xina ha ampliat els seus controls sobre l'exportació de terres rares i de tecnologia, fonamentals per a la indústria de l'automòbil i de semiconductors. EUA ha respost

anunciant un augment d'aranzels de 100 p. p. a partir de l'1 de novembre (cosa que situaria el tipus efectiu mitjà al voltant del 140%), a més de noves restriccions al programari crític. Aquest nou episodi de la guerra comercial es produeix en vigílies de la reunió bilateral entre els presidents Trump i Xi en la cimera del fòrum Àsia-Pacífic, que comença el 31 d'octubre, i davant la fi de la pròrroga de la treva comercial el 10 de novembre.

El Govern federal dels EUA obligat a tancar per la falta d'acord entre republicans i demòcrates per aprovar els pressupostos (el principal punt de fricció són les retallades de despesa en sanitat). Això implica que tots els serveis no essencials se suspeneixen a l'espera d'un nou pressupost. L'impacte sobre el creixement dependrà del temps que duri el tancament, però en ocasions anteriors l'impacte ha estat limitat a nivell macroeconòmic, ja que gran part de les pèrdues es recuperen una vegada que el Govern reobre. El tancament parcial del Govern de cinc setmanes que va tenir lloc entre el 2018 i el 2019, el més llarg de la història dels EUA, va tenir un cost estimat per l'Oficina del Pressupost d'11.000 milions de dòlars (un 0,05% del PIB), i posteriorment es van recuperar un 75% de les pèrdues.

Situació fiscal delicada en les principals economies, i en especial a França. El primer ministre Lecornu, que va ser renovat per Macron quatre dies després d'haver dimitit, ha accedit a posposar fins al 2028 l'entrada en vigor de la reforma de pensions aprovada el 2023 per comptar amb el suport dels socialistes i evitar que prosperés una moció de censura. Aquesta concessió tindria un cost estimat proper als 3.000 milions d'euros fins al 2027 (majoritàriament concentrat en aquest any), cosa que obligarà a dur a terme retallades en altres partides per poder complir amb els objectius de dèficit: el 4,7% del PIB el 2026 davant el 5,4% estimat per al 2025 per l'FMI en les seves previsions de tardor, i el 3,0% el 2029. Les negociacions per tirar endavant els pressupostos poden prolongar-se unes setmanes i no es pot descartar que, finalment, el dèficit fiscal objectiu per al 2026 sigui menys ambiciós: al voltant del 5,0%, llindar en què coincideixen la majoria dels partits. En aquest context, han augmentat els dubtes sobre la capacitat de França per reconduir el seu elevat dèficit fiscal i la prima de risc francesa s'ha consolidat en cotes similars a la italiana. La situació fiscal dels EUA, Regne Unit, Itàlia i el Japó també és delicada, amb nivells de dèficit públic i/o deute públic elevats. Durant les últimes setmanes, ha augmentat el diferencial de tipus d'interès entre el deute públic a llarg termini i el de curt termini en totes aquestes economies, reflectint la creixent preocupació per la sostenibilitat dels comptes públics.

L'economia espanyola torna a sorprendre en positiu. Una vegada més, l'economia espanyola torna a sorprendre positivament. L'INE, en la seva revisió anual de les sèries de comptabilitat nacional, ha reestimat el creixement dels últims anys a l'alça. Així, en el 2T 2025, el PIB se situava 0,5 p. p. per sobre de l'estimat inicialment. A més, creixia un 3,1% interanual, 0,3 p. p. més que en l'estimació inicial. Aquesta informació, combinada amb el dinamisme que hem seguit observant en el 3T, ha portat CaixaBank

Research a revisar el creixement previst per al 2025 del 2,4% al 2,9%. A només tres mesos per tancar l'any, sembla difícil que el creixement s'allegui del 3%.

Si es compleix aquesta previsió, **l'economia espanyola haurà crescut a un ritme mitjà del 3% des que va recuperar els nivells previs a la pandèmia, el 2022.** En canvi, els pronòstics dels analistes no eren tan optimistes. Les previsions realitzades a principis de cada any apuntaven a un creixement de l'1,5% de mitjana. L'error de previsió va ser especialment important el 2024. A principis d'any s'esperava un creixement de l'1,3% i va acabar sent del 3,5%. El gener d'aquest any, el consens d'analistes esperava un creixement del 2,3% i tot apunta que la sorpresa, o l'error de previsió, tornarà a ser remarcable. Això contrasta amb el comportament del conjunt de l'eurozona i de la resta de les principals economies europees. En general, s'han comportat força en línia amb l'esperat. L'error de previsió a un any vista ha estat de 0,3 p. p. de mitjana, un registre semblant a l'error que cometem els analistes els anys previs a la pandèmia.

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

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

Finalment, cal destacar el dinamisme que també presenta la inversió. Precisament, aquest és un dels epígrafs que han patit una major revisió a l'alça en la recent actualització de la comptabilitat nacional realitzada per l'INE. En la sèrie anterior, s'estimava que la inversió es trobava un 6,8% per sobre dels nivells previs a la pandèmia, mentre que en la nova sèrie se situa un 11,4% per sobre. A més, presenta un ritme de creixement

dinàmic, del 5,1% interanual en el 2T 2025. Entre la inversió, destaca el ritme de creixement de la realitzada en intangibles, amb un augment del 28,6% entre 2024 i 2021. La resiliència de la inversió davant l'incert context internacional és remarcable. Segurament, aquesta és una de les peces clau perquè l'economia espanyola pugui continuar creixent de forma dinàmica i equilibrada en els propers anys. Si la població continua creixent, la productivitat laboral no afluixa i el cicle inversor es consolida, l'economia espanyola seguirà sorprenent positivament.

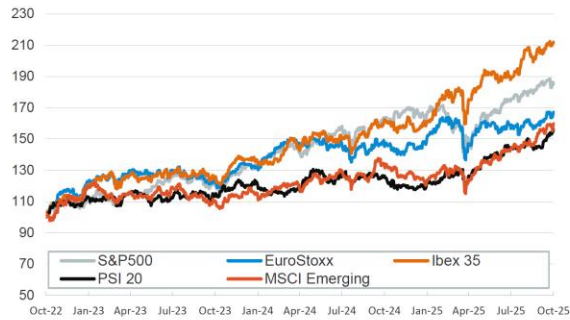
Oriol Aspachs
Octubre de 2025

Amb la col·laboració de:



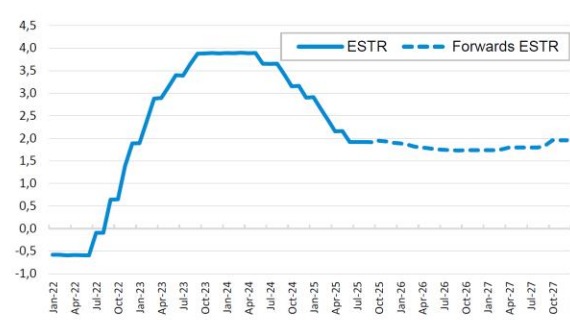
Main stock markets

Index (100=Three years ago)



ESTR: historical data and forwards

(%)



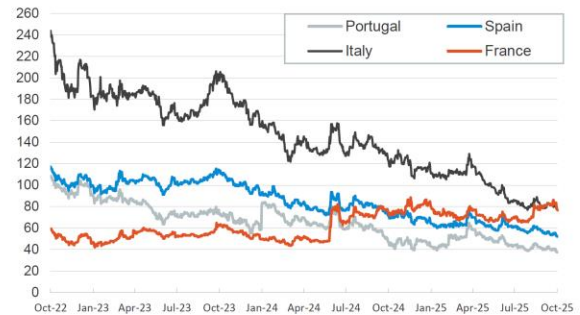
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



Brent oil price

(US\$/barrel)



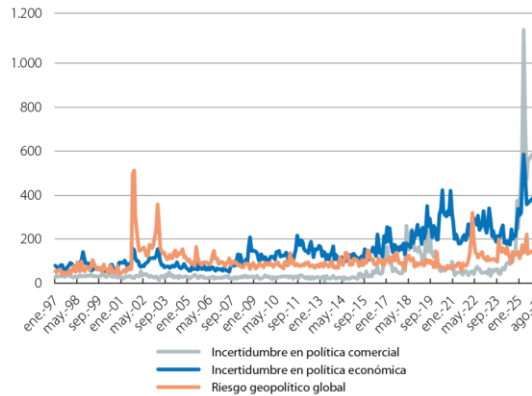
Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



Incertidumbre

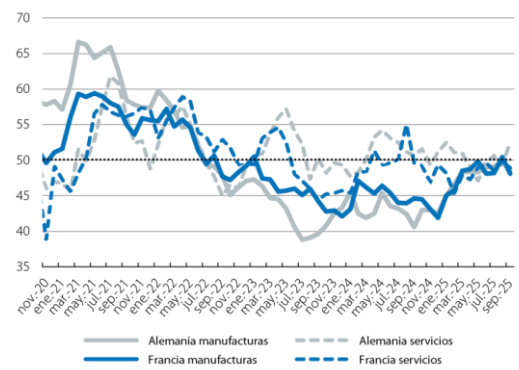
Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de www.policyuncertainty.com.

Eurozona: PMI por componentes

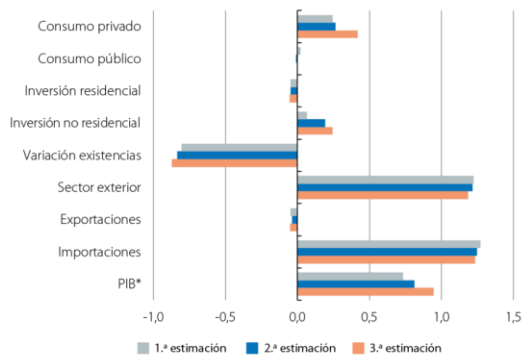
Índice (>50 expansión; <50 contracción)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

EE. UU.: componentes del PIB 2T 2025

Contribución al crecimiento intertrimestral sin anualizar (p. p.)

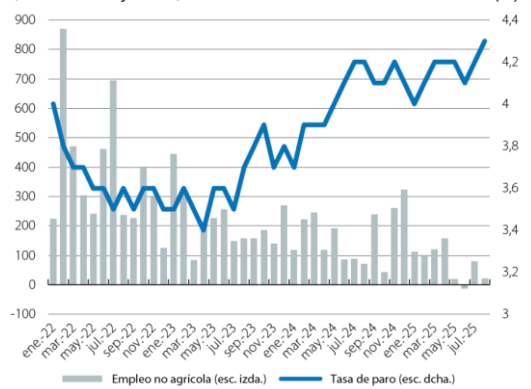


Nota: * Variación intertrimestral sin anualizar (%).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

EE. UU.: mercado laboral

(Miles de trabajadores)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

FMI: previsiones de crecimiento del PIB

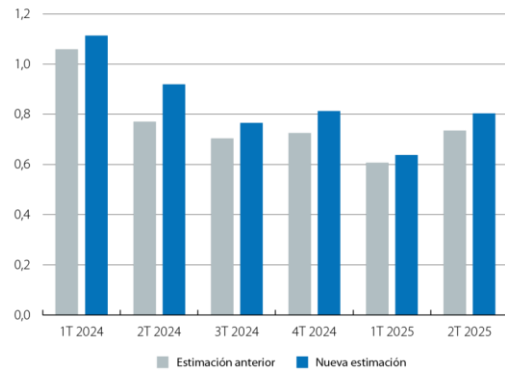
Variación anual (%)

	2024	Proyecciones		Var. respecto a WEO julio (p. p.)	
		2025	2026	2025	2026
Economía mundial	3,3	3,2	3,1	0,2	0,0
Economías avanzadas	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0
EE. UU.	2,8	2,0	2,1	0,1	0,1
Eurozona	0,9	1,2	1,1	0,2	-0,1
España	3,5	2,9	2,0	0,4	0,2
Economías emergentes y en desarrollo	4,3	4,2	4,0	0,1	0,0
China	5,0	4,8	4,2	0,0	0,0

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, octubre de 2025).

España: PIB

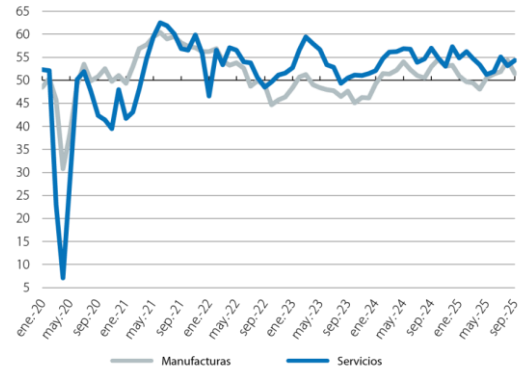
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PMI

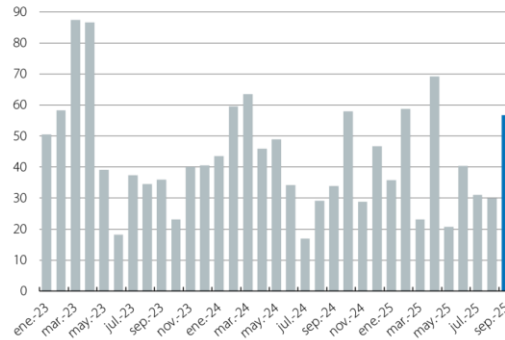
Índice (>50 expansión; <50 contracción)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

España: afiliados a la Seguridad Social

Variación intermensual (miles)

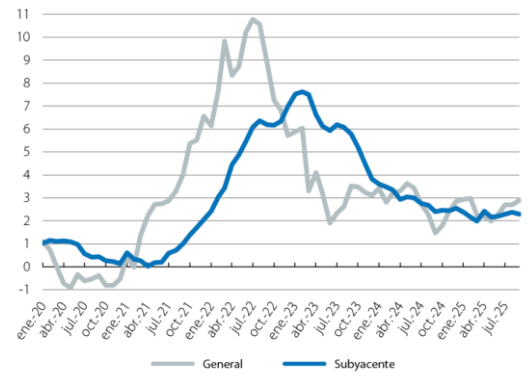


Nota: Serie desestacionalizada.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los Ministerios de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

España: evolución del IPC

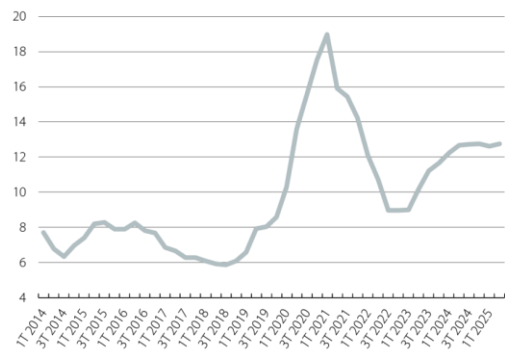
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: tasa de ahorro de los hogares

(% sobre la renta bruta disponible)

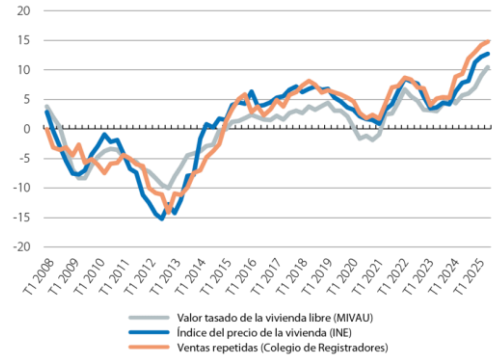


Nota: Datos acumulados de cuatro trimestres.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: precio de la vivienda

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, del MIVAU y del Colegio de Registradores.