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 de Novembre de 2025

El deute públic en el punt de mira

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

L'economia global aguanta el tipus. Treva temporal entre EUA i la Xina. La reunió entre Donald Trump i Xi Jinping va concloure amb un acord que inclou, pel costat de la Xina, el retard durant un any dels controls a l'exportació de terres rares, la represa de les compres de soja estatunidenca, i una major cooperació en la lluita contra el tràfic de fentanil. A canvi, EUA redueix l'aranzel a les importacions xineses en 10 p. p, i el deixa en el 30%. També es va obrir la possibilitat de flexibilitzar les restriccions estatunidenques a l'exportació de xips avançats i s'han suspès les restriccions addicionals a l'operació d'empreses xineses incloses en la llista d'entitats sancionades. D'altra banda, EUA ha assolit acords comercials amb diversos països ASEAN i ha anunciat nous acords amb Malàisia, Tailàndia i Japó per reforçar la cooperació en terres rares.

Sense estadístiques oficials sobre l'economia dels EUA. El tancament del Govern federal des de l'1 d'octubre, el més llarg de la història, ha deixat en suspens la publicació d'estadístiques oficials, incloent-hi les dades de PIB del 3T. Els indicadors disponibles de fonts privades continuen oferint senyals mixtos. D'una banda, l'índex PMI compost va augmentar a 54,8 punts, impulsat pels serveis (55,2 vs. 54,2 anterior) i una lleu millora en les manufactures (52,2 vs. 52,0 anterior). No obstant això, el ritme de creació d'ocupació segueix moderant-se, mentre que la inflació roman estable.

Europa avança lentament, sense sorpreses. En el 3T, el PIB de l'eurozona va créixer un 0,2% intertrimestral (vs. 0,1% en el 2T). Alemanya i Itàlia continuen registrant un creixement feble, i les seves economies es van estancar, després de les caigudes registrades en el 2T (–0,2% i –0,1%, respectivament). L'economia francesa va anotar un avanç del 0,5%, impulsat per un augment en les exportacions de material aeronàutic. Els indicadors disponibles del 4T presenten una lleu millora.

La Fed i el BCE segueixen el guió previst. La Reserva Federal va retallar els tipus en 25 p. b., situant el tipus de referència en el rang 3,75%-4,00%. No obstant això, en la roda de premsa Powell va mantenir un to caut i va advertir que no s'han de donar per fetes noves baixades, especialment donada la falta d'informació pel tancament de l'Administració americana. Els inversors continuen apostant per una nova retallada de tipus al

desembre, tot i que van moderar la seva probabilitat fins al 70%, i mantenen l'expectativa de dues baixades més el 2026. Per la seva banda, el BCE va mantenir els tipus en el 2,00% i va reiterar la seva estratègia de prendre les decisions «reunió a reunió» i segons «l'evolució de les dades», rebutjant donar pistes sobre l'evolució futura dels tipus d'interès. Si bé el BCE va destacar una millora en el balanç de riscos que envolta l'economia de l'eurozona, els mercats van mantenir les seves expectatives sense grans canvis, cotitzant una probabilitat propera al 95%, que el tipus de referència segueixi en el 2,00% al desembre, però amb cert biaix baixista per al 2026 (probabilitat del 45% que el BCE retalli el tipus de referència a l'1,75% en el primer semestre de l'any).

El deute públic de diversos països desenvolupats en el punt de mira.

El deute públic de diverses economies avançades ha assolit un nivell elevat, no hi ha senyals que es corregirà els propers anys, i podria continuar augmentant de forma preocupant. Destaquen EUA, França, el Regne Unit, Bèlgica i Japó. Les perspectives de creixement del PIB nominal, del saldo públic i dels tipus d'interès apunten que les ràtios de deute públic continuaran deteriorant-se de manera rellevant als EUA, França i Bèlgica. En els tres casos, l'augment previst del deute reflecteix la perspectiva d'uns dèficits públics primaris (és a dir, s'exclou el pagament d'interessos) sostingudament elevats. A més, als EUA també bufa en contra un diferencial entre tipus d'interès i creixement econòmic menys favorable.

Revertir aquestes tendències no serà fàcil sense un esforç fiscal substancial. Sota les previsions actuals de PIB i tipus d'interès, EUA, França i Bèlgica haurien de convergir a un saldo fiscal primari equilibrat, com a mínim, per començar a reduir les seves ràtios de deute. Sense canvis en el rumb de la política fiscal, la caiguda dels tipus d'interès o el repunt de creixement del PIB nominal necessaris per estabilitzar i començar a corregir el deute haurien de ser molt notables.

El rumb que segueix la perifèria de l'eurozona i les seves dinàmiques de creixement i tipus d'interès són, a priori, favorables per continuar reduint les ràtios de deute: 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, la perifèria de l'eurozona té cert coixí per resistir un augment dels tipus d'interès o una desacceleració del PIB i, tot i així, continuar reduint les ràtios de deute. Amb 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.

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

Espanya 2026: dinamisme, solidesa, confiança, i equitat?.

L'economia espanyola continua destacant pel seu dinamisme. A més, darrere del 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 llars com empreses i inversors. En el 3T 2025, el PIB va créixer un 0,6% en termes intertrimestrals i un 2,8% en termes interanuals. Són xifres d'acord amb l'escenari de previsions de CaixaBank Research, que contempla un creixement del 2,9% per al conjunt d'aquest any. No hi va haver sorpreses.

Tanmateix, són xifres que sobresurten quan les comparem amb les dades de les principals economies desenvolupades, i especialment amb les europees. El conjunt de l'eurozona gairebé no va créixer més que un 0,2% intertrimestral, arrossegada per l'estancament d'Alemanya i Itàlia. Això eixampla 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%, enfront del 6,4% que registra l'eurozona.

La solidesa del creixement es constata en observar la transversalitat que presenta a nivell sectorial, i pel recorregut que tenen la inversió i el consum de les llars. Segons l'indicador sectorial de CaixaBank Research, el 73% dels sectors presenta un ritme d'avanç superior a la seva mitjana històrica, una xifra que contrasta amb el 41% del 2023, o el 36% del 2024. 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 sobre dels registres del 2019. Sota aquest epígraf es troba la inversió del teixit productiu en nous equips de programari 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, la sana situació financera del sector corporatiu espanyol, juntament amb l'execució dels fons NGEU, hauria d'ajudar que la inversió continuï creixent de forma vigorosa 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. Respecte al 2019, l'avanç acumulat és del 6,4%. En aquest cas, 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 de 2019 fins a l'últim trimestre de 2024. En el 3T 2025 se situava un 1,7% per sobre. 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 ha ajudat. La renda bruta disponible per habitant es troba un 5,3% per sobre dels nivells previs a la pandèmia. Però el seu creixement es recolza en l'augment de les prestacions socials, que es troben un 9,3% per sobre 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, i 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 diferents 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, el creixement de la població també és d'esperar que segueixi ajudant a 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, l'escalada dels aranzels per part dels EUA, o els 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 llars i empreses en què l'impacte de tots aquests factors serà limitat per a l'economia espanyola. En un context així, no hagués sorprès certa desacceleració d'aquestes partides. També és destacable la confiança que estan mantenint els inversors internacionals. La prima de risc del deute espanyol, atapeïda per les recents millores del seu ràting, no només no ha augmentat, sinó que es troba prop dels 50 p. b., el nivell més baix des d'abans de la crisi financera, el 2009, i eixampla la diferència respecte a la prima de risc que presenten el deute francès o italià.

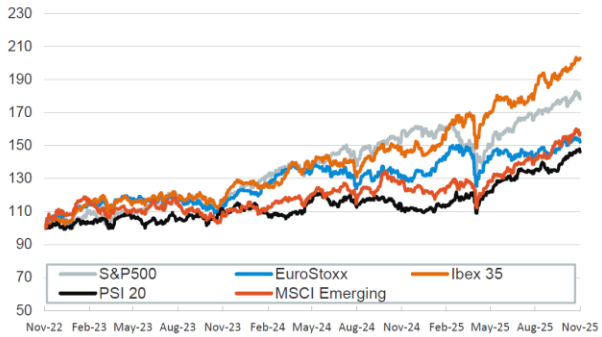
Oriol Aspachs
Novembre de 2025

Amb la col·laboració de:

CERCLE D'ECONOMIA

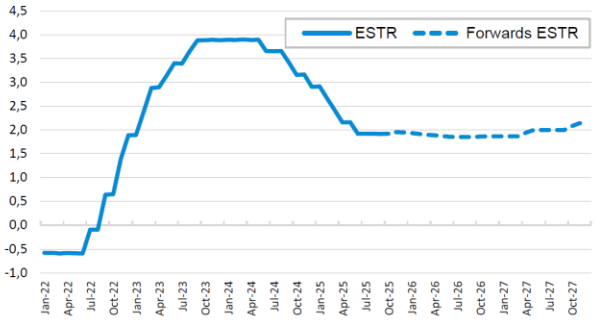
Main stock markets

Index (100=Three years ago)



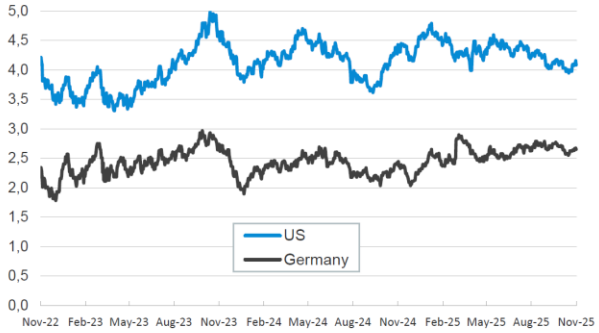
€STR: historical data and forwards

(%)



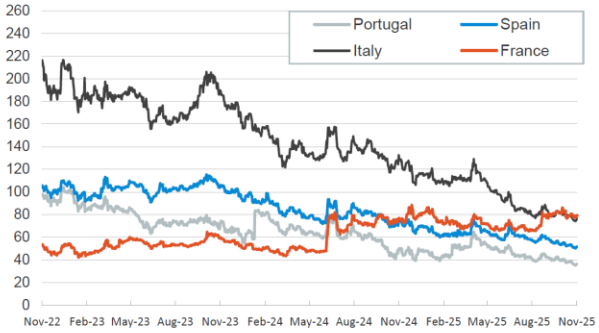
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



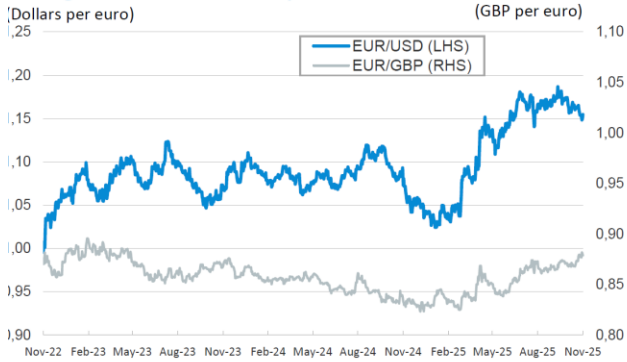
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



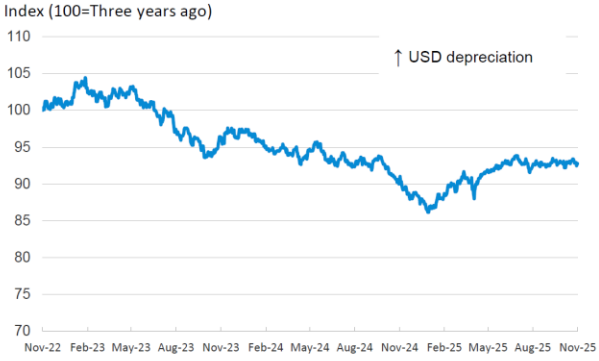
Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro) (GBP per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



Brent oil price

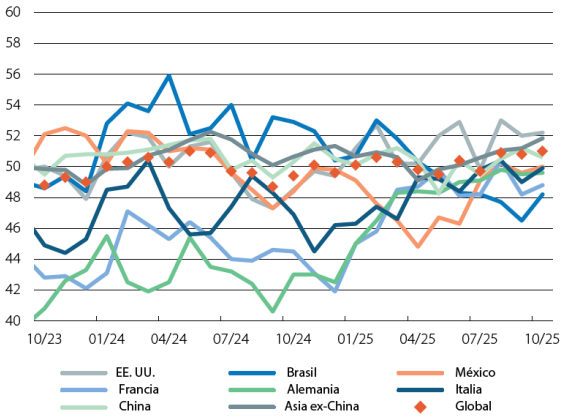
(US$/barrel)

Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)

Global: PMI de manufacturas

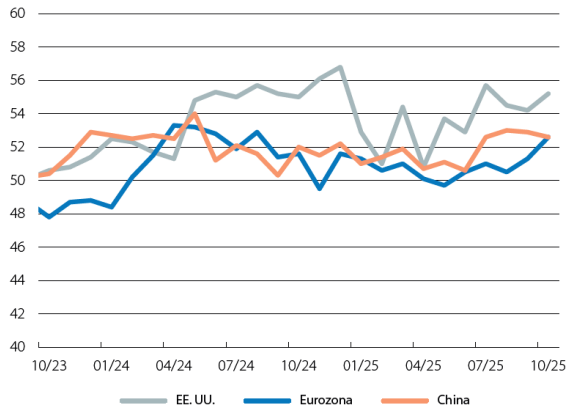
Índice



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

Global: PMI de servicios

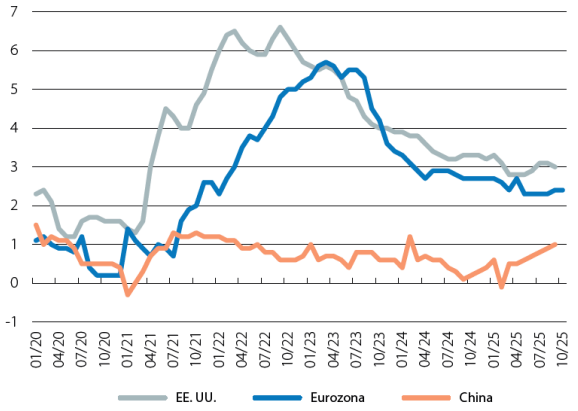
Índice



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

Global: inflación núcleo

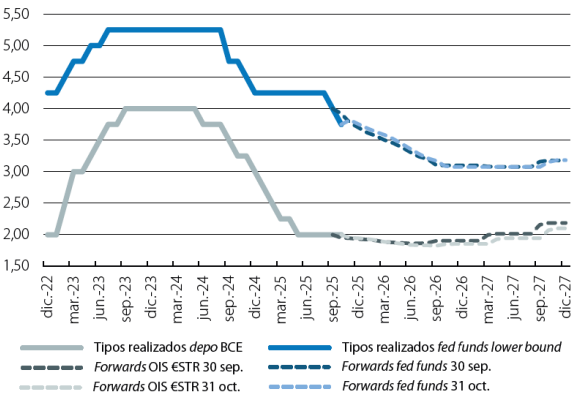
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics, de Eurostat y de la Oficina Nacional de Estadísticas de China.*

Expectativas del mercado sobre los tipos de intervención

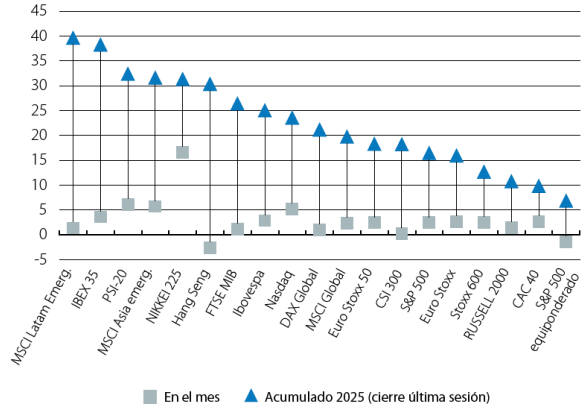
(%)



Nota: *Implícitos de los futuros sobre el EFFR y tipos OIS del €STR.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Desempeño de los índices bursátiles en el año y el mes

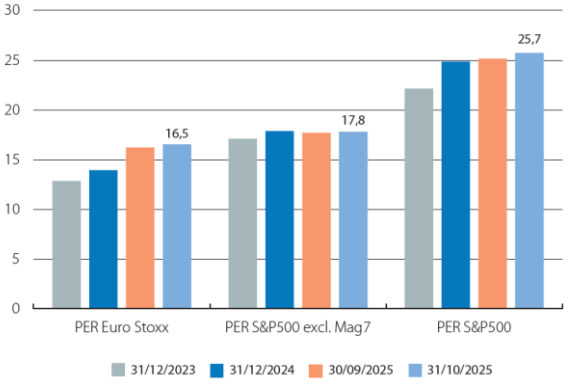
Variación (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Eurozona y EE. UU.: ratio PER * de los principales índices

Ratio

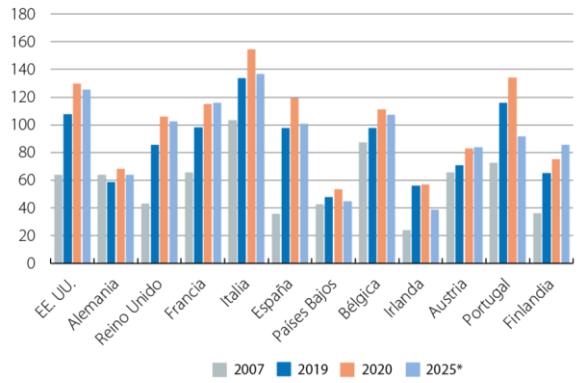


Nota: * *Precio acción/beneficio esperado en los próximos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

CERCLE D'ECONOMIA

Deuda pública bruta

(% del PIB)



Nota: ** 2025 previsión según el informe de primavera 2025 de la Comisión Europea.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.*

Tipo de interés medio de la deuda: promedio 2026-2030

(%)

	Implícito en los *forwards* de mercado*	Estabiliza la deuda en niveles 2025**
EE. UU.	4,1	0,6
Alemania	2,0	–1,1
Japón	0,8	1,8
Reino Unido	3,4	3,7
Francia	2,5	0,1
Italia	3,1	3,9
España	2,8	4,5
Países Bajos	2,0	–0,2
Bélgica	2,6	–0,5
Irlanda	1,8	7,2
Austria	2,4	1,0
Portugal	2,6	5,3
Finlandia	2,1	0,5
Grecia	2,4	5,3

Notas: ** La proyección del coste medio asume que cada año se refinancia una parte de la deuda (determinada por el vencimiento medio) al tipo de interés implícito en los mercados a 30 de septiembre de 2025. ** Asumiendo que el tipo de interés se mantiene en todo el horizonte.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg (*forwards *a 30 de septiembre de 2025), del FMI (WEO octubre de 2025), del BCE, de la Comisión Europea y de los tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.*

Saldo público primario

(% del PIB)

	Previsto 2025 (FMI)	Estabiliza la deuda*	Devuelve la deuda a 2019 en 10 años	Reduce a la mitad la distancia de la deuda *vs.* 60% en 10 años**
EE. UU.	–3,8	0,6	2,4	3,6
Alemania	–1,6	–0,5	0,0	–0,3
Japón	–0,9	–3,5	–2,5	0,3
Reino Unido	–1,8	–0,1	1,6	2,9
Francia	–3,4	–0,3	1,5	2,5
Italia	0,5	0,9	1,1	4,6
España	–0,6	–1,0	–0,7	1,1
Países Bajos	–1,5	–0,5	–0,8	–1,3
Bélgica	–3,7	–0,2	0,7	2,1
Irlanda	1,4	–0,8	–2,7	–1,9
Austria	–3,0	–0,4	0,9	0,8
Portugal	2,0	–0,9	–3,4	0,7
Finlandia	–4,2	–0,9	1,2	0,4
Grecia	3,2	–1,5	–5,3	3,0

Notas: ** En 2030, se ha estabilizado la deuda al nivel de 2025. ** A niveles de 2007 para EE. UU., Japón y el Reino Unido.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO octubre), de la Comisión Europea, Bloomberg, dels BCE y de los tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.*

Dinámicas de la deuda pública en las principales economías

(% del PIB)

	Deuda pública bruta			Saldo público primario	
	2025	Δ 2030*	Δ 2035*	Previsto 2030	Estabiliza deuda a partir de 2030**
EE. UU.	125	22	44	–3,4	1,0
Alemania	64	9	20	–2,4	–0,4
Japón	246	–12	–13	–2,5	–2,7
Reino Unido	103	–1	–4	0,7	0,0
Francia	116	14	28	–2,9	–0,1
Italia	137	–5	–9	1,9	1,1
España	101	–8	–14	0,6	–0,6
Países Bajos	45	5	11	–1,6	–0,4
Bélgica	107	16	33	–3,6	–0,2
Irlanda	39	–10	–19	1,3	–0,6
Austria	84	6	13	–1,6	–0,1
Portugal	92	–12	–18	0,7	–0,6
Finlandia	86	7	13	–2,0	–0,9
Grecia	147	–20	–34	2,0	–0,8

Notas: ** Variaciones de la deuda pública a 2030 y 2035 proyectadas según previsiones del PIB nominal y el saldo público primario (excl. intereses) del FMI (se asume que en 2031-2035 se mantiene el desempeño de 2030) y el tipo de interés medio de la deuda según* forwards *de mercado (30 de septiembre de 2025). ** Se asume que el PIB nominal crece igual que en 2030.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea, del FMI (WEO de octubre 2025), de Bloomberg, del BCE y de los tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.*

PIB nominal

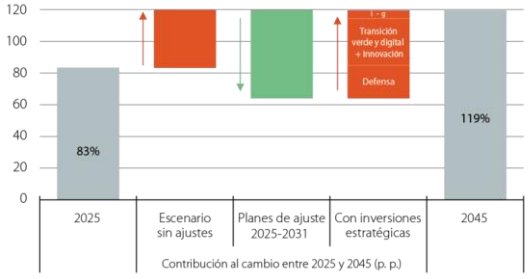
Variación anual (%)

	Promedio 2026-2030 previsto (FMI)	Estabiliza la deuda*
EE. UU.	3,8	7,4
Alemania	3,2	4,6
Japón	2,6	1,1
Reino Unido	3,7	5,3
Francia	3,0	5,6
Italia	2,7	2,7
España	4,2	3,4
Países Bajos	3,5	5,6
Bélgica	2,9	6,3
Irlanda	3,9	–1,7
Austria	3,3	6,2
Portugal	3,9	0,3
Finlandia	3,4	7,4
Grecia	3,9	0,3

Notas: ** En 2030, deuda estable en los niveles de 2025. Se asume un saldo público primario estable en los niveles de 2025 y que los pagos de intereses evolucionan según proyecciones basadas en* forwards *de mercado.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de FMI (WEO octubre), Comisión Europea, Bloomberg, BCE y tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.*

Deuda pública total de países de la UE*

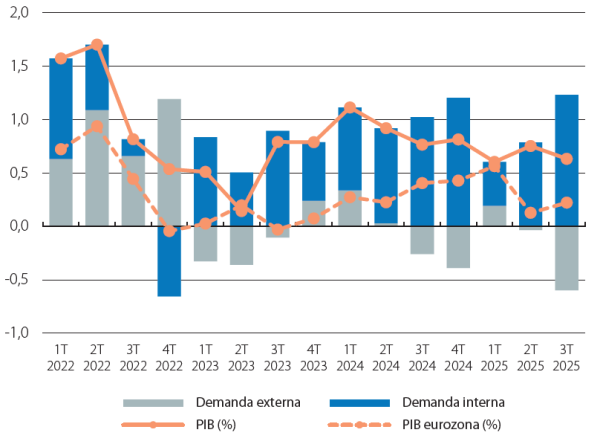
(% del PIB)



Notas: ** Cambio entre 2025 y 2045. Previsión de 2025 publicada en el informe de primavera de la Comisión Europea. '1 - g' indica el efecto del cambio en el diferencial entre el tipo de interés (i) y el crecimiento nominal del PIB (g), asumiendo que cada aumento de 1 punto en la ratio de deuda pública incrementa el coste de nueva financiación en 4 p. b., y un multiplicador fiscal de 0,75 para cambios en el saldo estructural primario. Las inversiones estratégicas consideran que el actual gap se cierra de forma progresiva hasta 2035.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea y del BCE.*

España: PIB

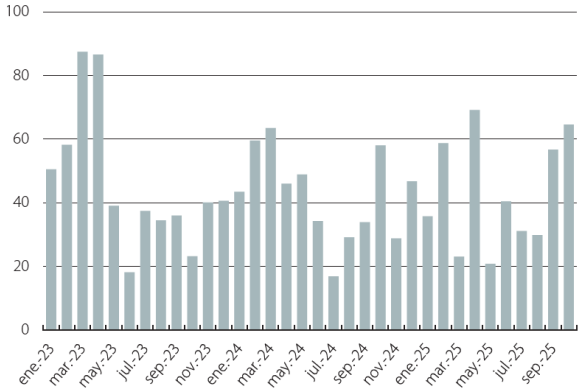
Variación intertrimestral (%) y contribuciones (p. p.)



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

España: afiliados a la Seguridad Social*

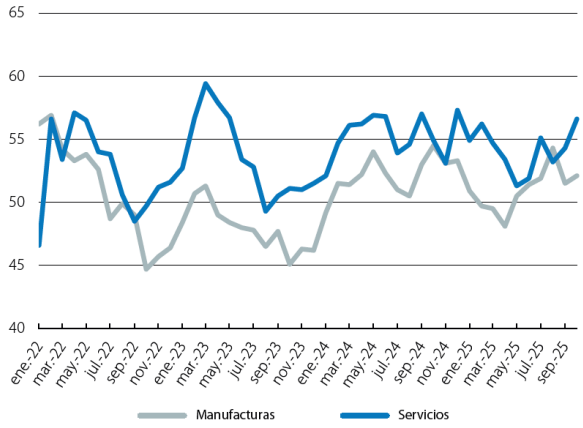
Variación intermensual (miles de personas)



Nota: ** Serie corregida de estacionalidad.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.*

España: PMI

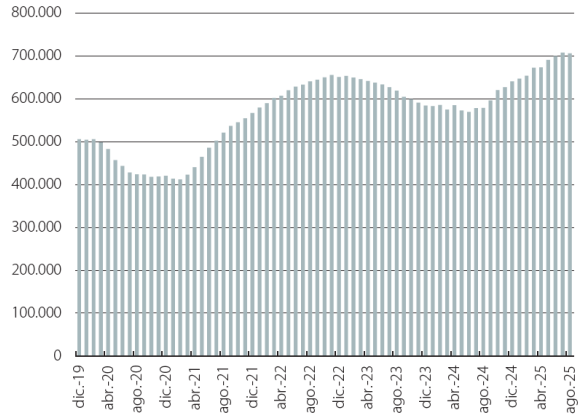
Nivel



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

España: compraventas de vivienda

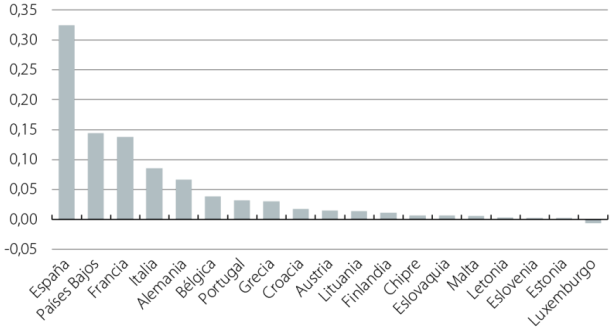
Unidades



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

Eurozona: contribución al crecimiento del PIB por países en el primer semestre de 2025

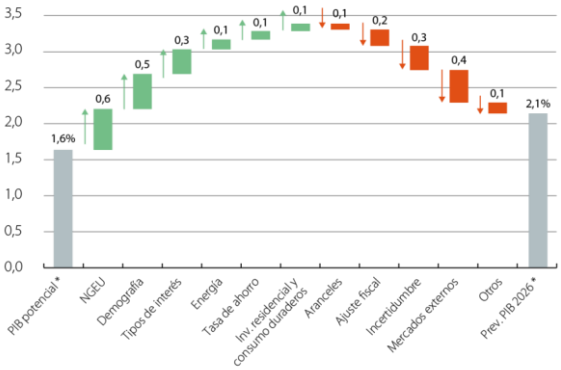
(p. p.)



Nota: ** Excluimos Irlanda dado el comportamiento anómalo en el 1T 2025, cuando la economía creció un 7,5% intertrimestral impulsada por los resultados de las multinacionales ubicadas en el país.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

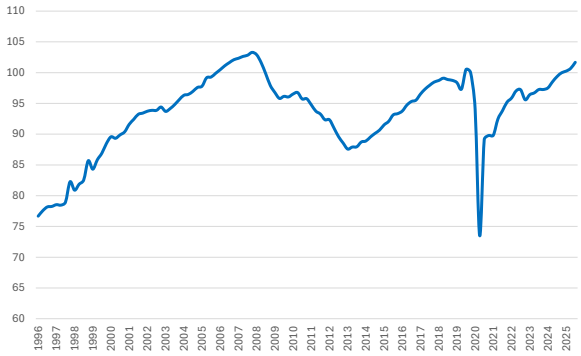
PIB 2026: desglose del crecimiento

(p. p.)



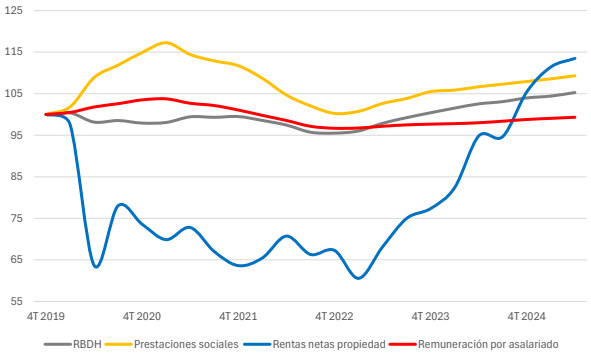
Notas: *Variación anual (%). * PIB potencial corregido por el impacto del fuerte crecimiento demográfico y los fondos NGEU.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

Consumo real per capita
Índice (2019 T4 =100)



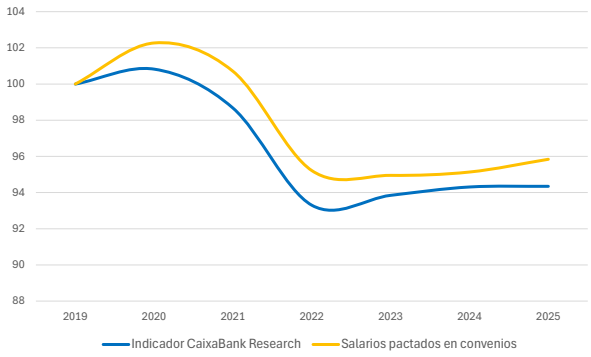
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Renta bruta disponible de los hogares
Índice (2019 T4 =100)



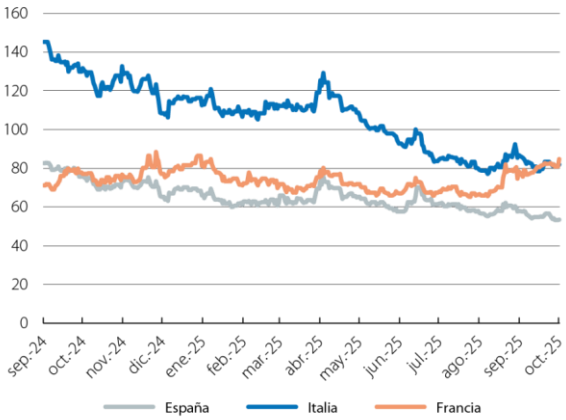
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Evolución de los salarios en términos reales
Índice (2019 =100)



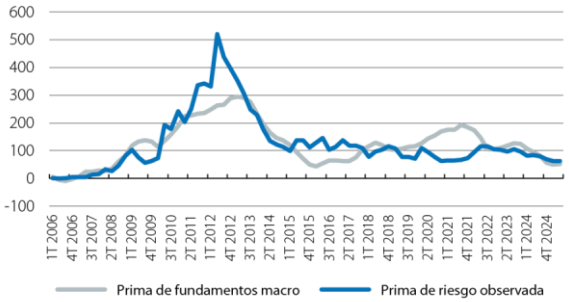
Fuente: CaixaBank Research

Eurozona: primas de riesgo
(p. b.)



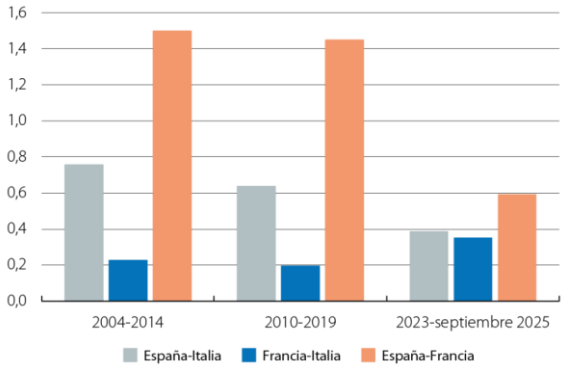
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de LSEG Workspace.*

*Prima de riesgo soberana para la deuda española a 10 años**
(p. b.)



Nota: ** Prima de riesgo predicha por los fundamentos macroeconómicos (política monetaria del BCE, deuda pública, datos de crecimiento e inflación y tipos soberanos de EE. UU.) y estimada según las relaciones históricas hasta mediados de 2025.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de LSEG Workspace, de Eurostat y del Consensus Economics.*

Sensibilidad a cambios en la prima de riesgo
(p. b.)



Notas: *Coeficientes beta de regresiones lineales con datos mensuales. En todos los casos los coeficientes son estadísticamente significativos al 5%.*
Fuente: *CaixaBank Research.*