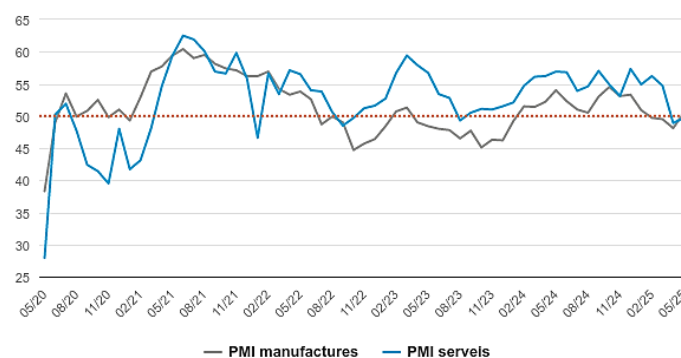


Economia espanyola

La incertesa relacionada amb els aranzels pesa sobre els indicadors d'activitat d'Espanya. Al maig, el PMI del sector serveis va cedir 2,1 punts, afectat per la feblesa de la demanda externa, si bé encara continua en zona d'expansió (51,3 punts). En contraposició, el PMI manufacturer va repuntar, després del sotrac del mes anterior, fins als 50,5 punts (48,1 a l'abril). Per part seva, a l'abril, l'índex de producció industrial va caure un 0,8% intermensual, afectat principalment per la producció d'energia, que va descendir un 5,5% intermensual i, en menor mesura, per la de béns d'equipament i intermedis (−0,5% i −0,7% intermensual, respectivament). En termes interanuals, la taxa va caure fins al 0,6% a l'abril des del 0,9% de març.

Espanya: indicadors d'activitat

Nivell



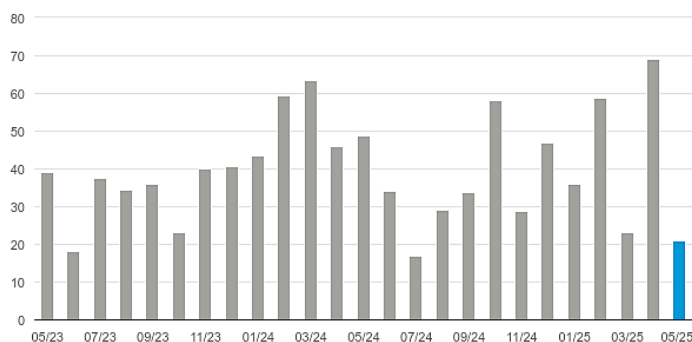
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

El turisme internacional a Espanya llança bones dades a l'abril, impulsat per la Setmana Santa. A l'abril, les arribades de visitants internacionals van augmentar un 10,1% interanual i la despesa turística ho va fer en un 14,1%. Aquestes xifres estan distorsionades pel diferent calendari de la Setmana Santa, ja que el 2024 es va celebrar al març. En els primers quatre mesos del 2025, les arribades internacionals han augmentat un 7,1% interanual i la despesa turística internacional, un 9,3%, mostrant un alentiment important respecte al creixement interanual del mateix període del 2024 (+14,3% en arribades i +22,2% en despesa turística). Aquestes dades reflecteixen una normalització del turisme internacional, que, si bé preveiem que continuï creixent el 2025, ho farà a ritmes més moderats que el 2024.

La creació d'ocupació es modera al maig a Espanya, tot i que en el conjunt del 2T manté un notable ritme d'avanç. Els afiliats a la Seguretat Social van créixer al maig en 195.736 treballadors, per sota de l'habitual en aquest mes (213.582 de mitjana el 2014-2019) i de la xifra del maig del 2024 (220.289). En termes desestacionalitzats, el creixement se situa en 20.790 afiliats, el més modest des del juliol del 2024, si bé la mitjana d'abril-maig (44.975) millora la mitjana mensual del 1T (39.191). Quant a l'atur registrat, va descendir en el mes en 57.835 persones, menys de l'habitual en un mes de maig (−104.899 el 2014-2019), però similar a la dada de l'any passat (−58.650); la xifra total d'aturats se situa en 2,45 milions, mínim des del juliol del 2008 (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: afiliats a la Seguretat Social*

Variació intermensual (milers)



Nota: *Sèrie desestacionalitzada.

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

L'habitatge a Espanya s'encareix un 12,2% interanual en el 1T 2025. L'índex de preus de l'habitatge es va incrementar un 12,2% en taxa interanual en el 1T 2025, per sobre de l'11,3% en el 4T 2024. Aquesta tendència alcista s'explica per la fortalesa de la demanda enfront d'una oferta d'habitatge nou encara insuficient. No obstant això, malgrat aquest repunt, els preus es mantenen un 20,1% per sota dels seus màxims històrics en termes reals. Per tipus d'habitatge, el creixement dels preus de l'habitatge nou es va estabilitzar (12,2% interanual enfront del 12,3% anterior), mentre que el de segona mà es va accelerar (12,3% interanual enfront de l'11,1%). A nivell regional, l'acceleració dels preus és generalitzada i relativament homogènia, amb increments interanuals de dos dígitos en totes les comunitats.

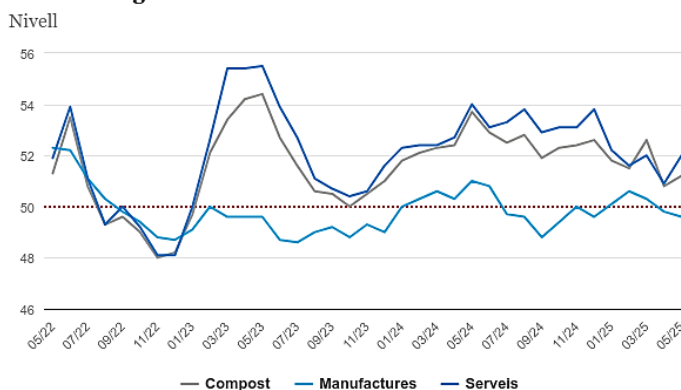
El nou crèdit a llars a Espanya segueix fort a l'abril i aconsegueix el segon major import concedit des del 2010. Va créixer un 14,5% interanual a l'abril, per sota del 32,5% del mes anterior, afavorit per l'efecte Setmana Santa (el 2024, va caure en l'última setmana de març). Destaca l'avanç del nou crèdit hipotecari (+20,1% interanual) i de consum (+9,8%), mentre que a empreses va augmentar un 10,7%.

Economia internacional

Pocs avanços en la treva aranzelària a l'espera de claredat legal. El dimecres 4 de juny va entrar en vigor l'augment del 25% al 50% en l'aranzel aplicat pels EUA a les importacions d'alumini i acer. Resultat dels acords bilaterals signats a principis de maig, els productes provinents del Regne Unit han quedat exclosos d'aquest increment. Les noves mesures proteccionistes eleven l'aranzel mitjà efectiu fins prop del 15% i conclouen un nou cicle de retòrica més dura en el marc de les negociacions comercials, amb acusacions mútues d'incompliment de la treva entre la Xina i els EUA. Les converses, també amb la UE, semblen haver-se reactivat els últims dies en la bona direcció, però mantenint una elevada dosi d'incertesa sobre el seu abast real. El focus es trasllada la setmana vinent al front judicial, en què el Govern té fins al dilluns per remetre informació al Tribunal d'apel·lació, que ha de decidir sobre la suspensió de bona part dels aranzels aprovats des del febrer.

El creixement econòmic es manté lleugerament a l'alça al maig. L'indicador PMI compost d'activitat global va ascendir fins als 51,2 punts al maig, 4 dècimes per sobre del mes anterior. La raó d'aquesta pujada es va deure a l'increment de la producció i de les noves comandes tant en el sector serveis com en el manufacturer, on, malgrat aquesta millora, els nivells d'activitat es van mantenir en nivells inferiors a la mitjana històrica. Un altre aspecte notable va ser el rebot de la confiança dels empresaris, des del nivell mínim en cinc anys registrat el mes passat i malgrat els aranzels dels EUA. Per àrees geogràfiques, els EUA van registrar un avanç sòlid de la producció, enfront del ritme més modest de la zona de l'euro, el Japó i el Regne Unit. El contrast es va produir a la Xina, on el Caixin compost va entrar en zona de contracció (49,6 punts enfront dels 51,1 anteriors), arrossegat pel descens de l'activitat manufacturera i l'alentiment dels serveis. En el seu informe de juny, l'OCDE preveu el creixement econòmic mundial més feble des de la pandèmia a causa de la guerra comercial: 2,9% el 2025 i 2026, una retallada de 0,2 p. p. i -0,1 p. p., respectivament, enfront de la previsió del març. Els EUA serien un dels països més afectats per aquesta política aranzelària i creixeran un 1,6% el 2025 (2,2% al març) i 1,5% el 2026 (1,6% al març), amb inflacions pròximes al 4,0%. Mentrestant, les perspectives de creixement per a la zona de l'euro es mantenen en l'1,0% el 2025 i en l'1,2% el 2026. L'OCDE assenyala, a més, que els riscos per a aquestes previsions estan esbiaixats a la baixa a causa de les tensions comercials, a la feblesa de la inversió i a l'augment de la despesa pública.

Indicadors globals PMI



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

Alemanya presenta un paquet de retallada d'impostos a les empreses. El Govern alemany ha presentat un paquet de rebaixes fiscals a les empreses per 46.000 milions d'euros, que estarà en vigor fins al 2029. Entre altres, es contempla una deducció del 30% a l'any per a aquelles inversions en nous equipaments, així com la reducció gradual de la taxa federal de l'impost de societats del 15% al 10% entre el 2028 i el 2032, mentre que la taxa municipal es mantindria al voltant del 14%, la qual cosa situaria la taxa mitjana de l'impost de societats sobre el 24%, més en línia amb la mitjana de l'OCDE. Aquestes mesures se sumarien a les ja aprovades per estimular la inversió en infraestructures. Per part seva, les comandes industrials d'Alemanya van créixer a l'abril més de l'esperat (0,6% intermensual), gràcies a la reactivació de les comandes interiors, en tant que els estrangers s'estabilitzen, després de la notable pujada del mes previ. Aquest comportament apunta al fet que, de moment, encara no s'està produint la temuda reversió de l'«efecte anticipació» vist en el 1T, i es reafirma una certa recuperació del cicle industrial alemany. D'altra banda, la inflació general de la zona de l'euro va caure al maig 0,3 p. p., fins a l'1,9% interanual, mentre la nucli va retrocedir 0,4 p. p., fins al 2,3%, una vegada passat l'efecte Setmana Santa (vegeu la [Nota Breve](#)). D'altra banda, la revisió final de les dades de PIB a la zona de l'euro mostra un creixement excepcional del 0,6% intertrimestral (0,3% preliminar), resultat que descansa, en gran mesura, en la substancial revisió del creixement per a Irlanda (9,7% intertrimestral vs. 3,2% preliminar; sense Irlanda, el creixement trimestral hauria estat del 0,3%). Per components, destaquen el dinamisme de la demanda externa (va aportar +0,3 p. p. vs. -0,1 p. p. en el 4T 2024) i de la inversió en capital fix (+0,4 vs. +0,2 p. p.). Aquest extraordinari començament d'any introdueix clars riscos a l'alça per a la nostra previsió de creixement d'un 0,9% el 2025. Finalment, la Comissió considera que Bulgària compleix els requisits per incorporar-se a la zona de l'euro a partir de l'1 de gener del 2026. Ara aquesta recomanació haurà de ser aprovada pel Consell, després de la consulta amb el Parlament i el Banc Central.

L'Oficina Pressupostària del Congrés (CBO, per les sigles en anglès) dels EUA actualitza les seves estimacions del cost del One Big Beautiful Bill Act, el projecte de llei pressupostari de la Casa Blanca, que ja va ser aprovat per la Cambra de Representants i ha de ser aprovat ara pel Senat. Segons la CBO, el projecte afegiria gairebé 3 bilions de dòlars al deute públic (de 36 bilions de dòlars) per al 2034 i, encara que inclou retallades de despeses i augments d'ingressos per 2,9 bilions, les seves reduccions fiscals i noves despeses sumen 5,3 bilions. El dèficit aconseguiria el 7% del PIB el 2026 i el deute brut federal podria arribar al 124% del PIB en 10 anys.

Les últimes dades econòmiques dels EUA comencen a reflectir l'impacte dels aranzels. A l'abril, el superàvit de la balança comercial es va reduir en 76,7 mil milions de dòlars, des del rècord aconseguit al març de 138,3 mil milions de dòlars, fins als 61,6 mil milions de dòlars, explicat principalment per una forta caiguda del 16,3% intermensual de les importacions (el repunt de les importacions en el 1T va ser un esforç per acumular existències previ als aranzels). D'altra banda, l'ISM manufacturer es va mantenir en terreny contractiu per quart mes consecutiu (48,5) i el del sector serveis va sorprendre a la baixa al maig, caient a 49,9 punts des dels 51,6, i va registrar la seva primera contracció en gairebé un any. Les empreses van destacar la creixent incertesa i les pressions de costos associades als nous aranzels i canvis reguladors, la qual cosa ha afectat tant la demanda com la planificació operativa. Així, a mesura que es reverteixen els efectes d'anticipació als aranzels, els ISM suggereixen que el creixement de l'economia comença a moderar-se en el 2T. No obstant això, el mercat laboral sembla, almenys ara com ara, mantenir-se sòlid. Les vacants (enquesta JOLTS) van augmentar a l'abril, mentre que la taxa d'acomiadaments es va mantenir en mínims (1,1%). No obstant això, aquestes dades són de fa dos mesos i el focus està posat en les dades d'ocupació que es publiquen aquesta tarda de divendres.

Els principals emergents tanquen un 1T 2025 positiu però a diferents velocitats. L'economia de l'Índia va créixer un 7,4% interanual (enfront del 6,4% del 4T 2024), per sobre de l'esperat, gràcies a l'auge de la inversió que va compensar la menor aportació del consum privat. D'altra banda, el PIB del Brasil va avançar un 2,9% interanual, moderant-se des del 3,6% del trimestre anterior, degut en part a l'augment de les importacions i del dèficit per compte corrent, afavorit per la fortalesa de la demanda interna. Finalment, a Turquia el tensionament de les condicions financeres i la depreciació de la lira en el 1T 2025 van afeblir la demanda domèstica, i el PIB va moderar el seu creixement fins al 2,0% interanual (enfront del 3,0% en el 4T 2024). De cara als pròxims trimestres, excepte per a l'Índia, esperem que els ritmes de creixement econòmic del Brasil i Turquia s'alenteixin davant la persistència de les pressions inflacionistes i la complexitat de l'entorn econòmic mundial.

Mercats financers

El BCE baixa tipus i suggereix una pausa estiuenca. No va haver-hi sorpreses i el BCE va retallar els tipus en 25 p. b. (*depo* al 2,00%), una decisió gairebé unànime (va haver-hi una dissensió). Més destacable va ser la valoració que va fer Lagarde sobre el to de la política monetària: va assenyalar repetides vegades que «en el seu nivell actual, els tipus es troben en una bona posició per navegar les incerteses dels pròxims mesos». De fet, el BCE considera que el nivell d'incertesa és «excepcional» i, per això, reitera que prendrà les decisions «reunió a reunió» i «segons dictin les dades». La incertesa no es va reflectir en un ajust de previsions, atès que el BCE a penes va modificar les seves projeccions macroeconòmiques per a la zona de l'euro (el canvi més destacable, la rebaixa de la inflació general el 2025 i 2026, es deu a una energia més barata i un tipus de canvi de l'euro més fort, cosa que no modifica les seves previsions de preus subjacents). No obstant això, el BCE va presentar dos escenaris alternatius que mostren com les perspectives poden millorar o empitjorar segons evolucionin les tensions comercials. En un escenari més favorable, en què la UE i els EUA tanquen un acord comercial que elimina els aranzels, el BCE projecta més creixement i, en conseqüència (encara que amb impacte limitat), més inflació. En canvi, en un escenari advers, en què la incertesa continua molt elevada, els aranzels efectius dels EUA s'assenten en els alts nivells anunciats el 2 d'abril (*Liberation Day*) i Europa respon amb aranzels recíprocs, el BCE projecta 1 p. p. menys de creixement del PIB (acumulat 2025-2027) i una inflació una mica per sota del 2%. Amb tot això, els mercats cotitzen tipus estables en la reunió del juliol del BCE i aposten per una retallada de 25 p. b. al setembre (amb la qual el *depo* tancaria el 2025 en l'1,75%) (vegeu la [Nota Breve](#)).

El risc geopolític i el seu impacte continuen dirigint el mercat. Tant les novetats aranzelàries de Trump (pujades d'aranzels a l'alumini i a l'acer, acusacions creuades amb la Xina i posterior crida) com els creixents senyals d'estagflació als EUA (refredament del mercat laboral a l'abril –a l'espera de l'informe de nòmines d'avui– i empreses reportant menors comandes i majors preus) van centrar el focus dels inversors mundials. Això va mantenir la rendibilitat dels *treasuries* plana, mentre que els inversors i els responsables de la Fed intenten esclarir si l'impacte dels aranzels en preus i activitat serà temporal. Els tipus implícits del mercat monetari continuen descomptant dues baixades de tipus de la Fed enguany. Quant a la zona de l'euro, la rendibilitat del deute sobirà va repuntar lleugerament, amb el pendent pla i les primes de risc perifèriques estrenyent-se. Aquí, el principal catalitzador del moviment va ser el BCE, que malgrat baixar els tipus 25 p. b. en la seva reunió del dijous, com s'esperava, va apuntar al fet que no hi haurà una nova baixada al juliol. El mercat, no obstant això, continua descomptant una nova retallada addicional enguany, la qual cosa portaria al *depo* a l'1,75%. D'altra banda, en el mercat de divises l'euro ha capitalitzat tots aquests acompliments i, tant els vaivens comercials de Trump com l'impacte del BCE el van apreciar enfront dels seus principals parells i, en particular, el dòlar. Quant a la renda variable, guanys moderats però generalitzats a Europa, on va destacar el DAX, impulsat pels anuncis del Govern alemany de baixades d'impostos. Els índexs estatunidencs van avançar modestament, principalment gràcies a les companyies tecnològiques. Finalment, en el mercat de matèries primeres, les referències europees de gas i petroli van avançar. En el cas del gas, pressionat per la reducció dels fluxos des de Noruega per aturades de manteniment i per la perspectiva de majors temperatures que augmentin la demanda per a refrigeració. En el cas del petroli, l'expectativa d'avanços comercials entre la Xina i els EUA i el seu potencial efecte sobre la demanda van semblar jugar un paper rellevant.

		5-6-25	30-5-25	Var. setmanal	Acumulat 2025	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	1,95	2,00	-4	-76	-180
	EUA (Libor)	4,32	4,32	+0	1	-101
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	2,04	2,09	-5	-42	-164
	EUA (Libor)	4,05	4,07	-2	-13	-104
Tipus 2 anys	Alemanya	1,87	1,78	+9	-21	-115
	EUA	3,92	3,90	+2	-32	-80
Tipus 10 anys	Alemanya	2,58	2,50	8	22	3
	EUA	4,39	4,40	-1	-18	10
	Espanya	3,16	3,09	7	10	-12
	Portugal	3,05	2,98	8	20	-10
Prima de risc (10 anys)	Espanya	58	59	-1	-12	-15
	Portugal	47	48	0	-1	-13
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		5.939	5.912	0,5%	1,0%	11,0%
Euro Stoxx 50		5.411	5.367	0,8%	10,5%	6,7%
IBEX 35		14.204	14.152	0,4%	23,1%	24,1%
PSI 20		7.422	7.388	0,4%	16,4%	8,9%
MSCI emergents		1.183	1.157	2,2%	10,0%	10,2%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,145	1,135	0,9%	10,5%	5,1%
EUR/GBP	lliures per euro	0,843	0,843	0,0%	1,9%	-0,9%
USD/CNY	yuan per dòlar	7,178	7,199	-0,3%	-1,7%	-0,9%
USD/MXN	peso per dòlar	19,158	19,438	-1,4%	-8,0%	6,5%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		102,8	100,0	2,8%	4,1%	-0,6%
Brent a un mes	\$/barril	65,3	63,9	2,3%	-12,5%	-18,2%
Gas n. a un mes	€/MWh	36,4	34,2	6,3%	-25,6%	8,0%

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

Dades previstes del 9 al 15 de juny del 2025

Data	País	Indicador	Període	Previsió	Última dada
9	 Xina	IPC (interanual)	Maig		-0,1%
	 Xina	Balança comercial	Maig	-	-
10	 Espanya	Vendes, ocupació i salaris GE	Abril	-	-
	 Espanya	Proj. macroeconòmiques Banc d'Espanya	2T	-	-
11	 Itàlia	Producció industrial (interanual)	Abril	-	-1,8%
	 Espanya	Transaccions immobiliàries MIVAU	1T	-	-
13	 EUA	IPC (interanual)	Maig	2,5%	2,3%
	 Espanya	IPC (interanual)	Maig	-	1,9%
	 Zona euro	Producció industrial (interanual)	Abril	-	3,6%
	 Alemanya	IPC (interanual)	Maig	2,1%	2,1%
	 França	IPC (interanual)	Maig	-	0,7%
	 Japó	Producció industrial (interanual)	Abril	-	0,7%

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