

Economia espanyola

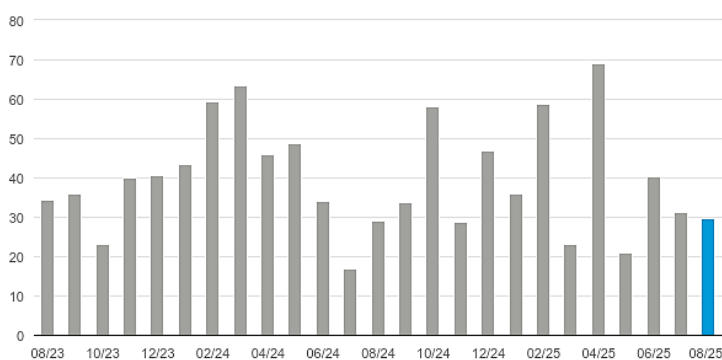
Xifres positives d'activitat a Espanya a l'agost. El PMI manufacturer va repuntar amb força i va assolir els 54,3 punts a l'agost, molt per sobre del llindar de 50 punts, que marca creixement en el sector, i la lectura més elevada des de l'octubre del 2024. La millora de l'indicador es va deure principalment a la fortalesa de la demanda interna, tot i que també s'esmenta una incipient millora de l'externa. Al seu torn, el PMI del sector serveis, en marcar 53,2 punts, es va mantenir en cotes que apunten a un bon ritme de creixement en el sector, tot i que es va situar una mica per sota de la lectura del mes anterior, de 55,1 punts. Per part seva, també a l'agost, les matriculacions de turismes van mantenir la tendència positiva de l'any i van créixer un 17,2% interanual. En l'acumulat de l'any, s'han matriculat 769.452 turismes, un 14,6% més que en el mateix període de l'any anterior, si bé encara representen un 12,9% menys que les que es van matricular entre el gener i l'agost del 2019.

La despesa i les arribades turístiques internacionals a Espanya van mostrar un creixement moderat, però sòlid, al juliol. Les arribades de turistes internacionals van augmentar un 1,6% interanual, mentre que la mateixa mètrica de despesa va créixer un 6,1%. En els primers set mesos del 2025, les arribades i la despesa turística internacional van créixer un 4,1% i un 7,0% interanual, respectivament, substancialment per sota dels augments de l'11,0% i el 18,8% registrats en el mateix període del 2024. Aquestes dades són consistents amb la nostra previsió d'alentiment del PIB turístic el 2025, que creixeria un 2,7%, enfront del 6,0% anotat el 2024.

El mercat laboral espanyol manté el to positiu a l'agost, malgrat l'estacionalitat adversa. Com és habitual amb la fi del període estival, l'afiliació a la Seguretat Social es va reduir a l'agost en 199.300 persones (−0,9% intermensual), un descens en línia amb els registres anteriors en aquest mes, tant el 2024 (−193.704 i −0,91%) com en la mitjana del 2014-2019 (−0,9%). En termes desestacionalitzats, l'ocupació anota una pujada de 29.836 afiliats, de manera que en el que va de 3T el creixement intertrimestral dels afiliats es desaccelera fins al 0,4%, des del 0,6% del 2T. Quant a l'atur registrat, va augmentar en 21.905 persones, xifra similar a la d'agost del 2024 (+21.884) però inferior a l'habitual en aquest mes (+32.000 de mitjana el 2014-2019) (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: afiliats a la Seguretat Social*

Variació intermensual (milers)



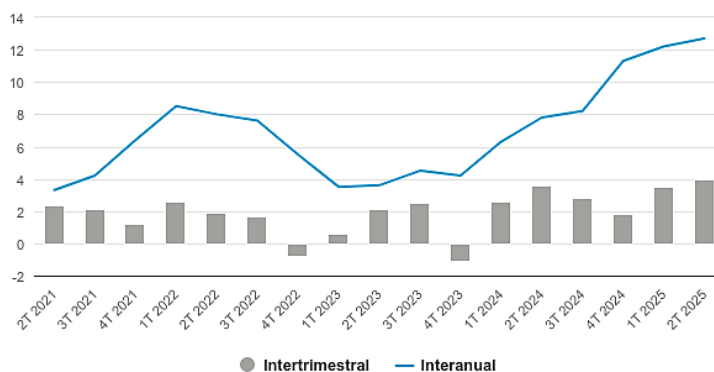
Nota: *Sèrie desestacionalitzada.

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

El preu de l'habitatge continua accelerant-se en el 2T 2025 a Espanya. L'índex de preus de l'habitatge de l'INE va augmentar un 12,7% interanual en el 2T 2025, per sobre del 12,2% del trimestre anterior, mantenint una tendència alcista, que recull el fort impuls de la demanda, després del gir en la política monetària a mitjan 2024 i l'escassetat d'oferta. Aquest repunt respecte al 1T s'explica per l'increment en el preu de l'habitatge de segona mà (12,8% enfront del 12,3%), mentre que el de l'habitatge nou es va moderar lleugerament per segon trimestre consecutiu (12,1% des del 12,2%). Per regions, Múrcia (14,6%), seguida de La Rioja i l'Aragó (totes dues amb un 13,7%), van liderar les pujades interanuals; entre els grans mercats residencials, només Madrid i Andalusia van superar la mitjana nacional.

Espanya: preu de l'habitatge (transacció)

Variació (%)



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

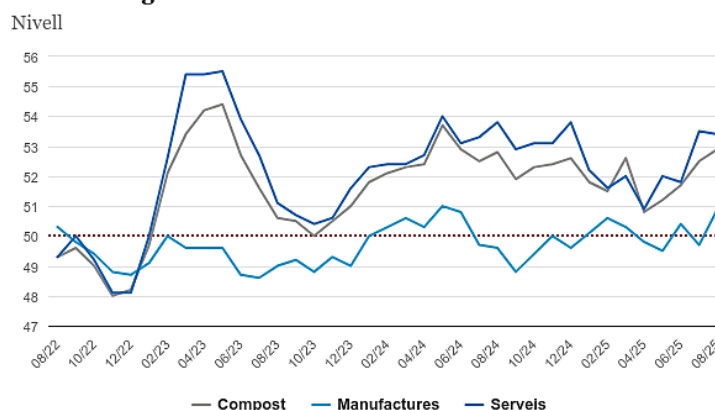
La nova concessió de crèdit a Espanya al juliol es manté sòlida en llars i recupera dinamisme en empreses. El nou crèdit a les llars (sense renegociacions) va augmentar un 21,1% interanual en l'acumulat del gener al juliol, amb un augment del 27,5% en el nou crèdit a habitatge i del 18,8% en el crèdit amb una finalitat de consum. Per part seva, la concessió de nou crèdit a les empreses (sense renegociacions) va augmentar un 11,2% interanual en l'acumulat de gener a juliol.

Economia internacional

La incertesa aranzelària als EUA reapareix per la via legal. El tribunal d'apel·lació federal, que al juny va suspendre temporalment una decisió de la Cort de Comerç Internacional, ha emès el seu dictamen: per 7 vots a 4, ha confirmat que els aranzels establerts sota la International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) vulneren les competències del Congrés. La decisió no afecta als aranzels sectorials sobre alumini, acer i automòbils, però sí als bilaterals generals, que expliquen la major part de l'augment en la taxa efectiva mitjana des del febrer (estimem que 11 dels 14 p. p.). Segons l'ordre judicial, els aranzels continuaran vigents fins al 14 d'octubre, termini durant el qual les parts poden sol·licitar al Tribunal Suprem la revisió del cas. És altament probable que aquesta sol·licitud sigui acceptada, la qual cosa estendria la vigència dels aranzels fins a l'emissió d'una sentència ferma, sense possibilitat de recurs. En la deliberació, l'escenari més probable és que el Tribunal Suprem –on el Partit Republicà manté una majoria de 6 a 3– dictami a favor de l'Administració Trump. En cas contrari, existeixen vies legals alternatives per mantenir un nivell de proteccionisme comercial similar a l'actual, tot i que la seva implementació completa podria demorar-se de 6 a 12 mesos. A més, el panorama fiscal podria complicar-se encara més davant una possible devolució retroactiva del que s'ha recaptat fins a la data (l'Oficina de Pressupost del Congrés preveu 200.000 milions de dòlars l'any fiscal que tanca al setembre, enfront dels 80.000 milions de l'exercici anterior).

El creixement econòmic global augmenta amb força a l'agost, tot i que s'albiren dubtes a l'horitzó. El PMI compost d'activitat global va pujar per quart mes consecutiu i es va situar en els 52,9 punts (4 dècimes més que al juliol), el seu nivell més alt en 14 mesos. La continuïtat de l'expansió del creixement es va observar tant en el sector serveis com en la indústria, encara que va ser en aquest terreny on l'auge de les noves comandes i la producció van guanyar més notorietat. Per àrees geogràfiques, l'Índia es va mantenir al capdavant del creixement de la producció seguida dels EUA i la Xina, mentre que a la zona de l'euro el ritme dels avanços va ser més moderat. Malgrat la bona dada d'agost, la confiança dels empresaris de cara als pròxims mesos es va situar en un dels nivells més baixos des de la pandèmia, davant la deterioració de les seves expectatives sobre les noves comandes i l'empitjorament de la creació d'ocupació, tot això en un escenari d'elevada incertesa comercial a nivell global.

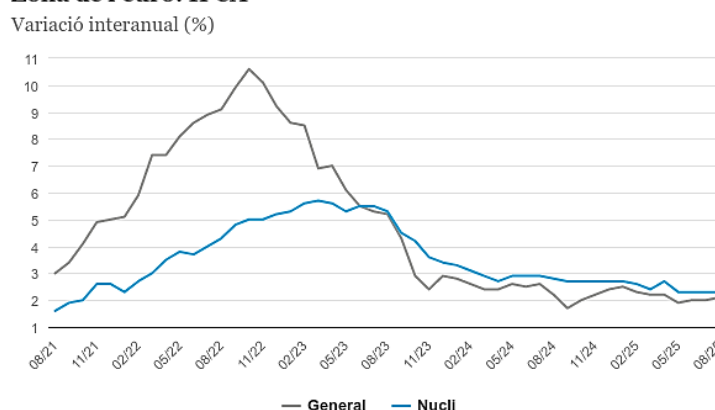
Indicadors globals PMI



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

Es confirma la feblesa del creixement de la zona de l'euro en el 2T. La revisió a la baixa del creixement alemany en el 2T (−0,3% intertrimestral vs. −0,1% inicialment publicat) s'ha vist compensada amb la revisió a l'alça del creixement a Irlanda (+0,2% vs. −1,0%), amb la qual es confirma que el creixement de la zona de l'euro en el 2T va ser del 0,1% intertrimestral, després del 0,6% del 1T (0,3% sense Irlanda), i incideix en la feblesa amb la qual la regió ha d'afrontar el repte d'adaptar-se a unes condicions comercials molts més adverses amb els EUA. Els indicadors d'activitat, a més, apunten al fet que aquesta feblesa es manté en l'inici del 3T: al juliol, les vendes al detall van caure a la zona de l'euro un 0,5% intermensual, i les comandes industrials a Alemanya van decebre en retrocedir un 2,9%, després de caure un 1,0% en l'acumulat dels dos mesos previs. En aquest context, la inflació continua sota control: al juliol, la general va pujar 0,1 p. p., fins al 2,1%; amb una nucli que repeteix en el 2,3% per quart mes consecutiu (vegeu la [Nota Breve](#)).

Zona de l'euro: IPCA



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

Augmenten els senyals d'un refredament gradual del mercat laboral als EUA. L'informe JOLTS del juliol va mostrar una caiguda mensual del 2,4% en les vacants d'ocupació —el nivell més baix en 10 mesos—, deixant la ràtio de vacants per aturat en pràcticament 1 (0,99, per ser exactes), la més baixa des del 2021. La caiguda en vacants es va concentrar en els sectors de salut i assistència social, reforçant la tendència que es va observar en les dades d'ocupació del juliol (on es va produir una gran revisió de la creació d'ocupació i que també va estar concentrada en aquests sectors). Altres indicadors del mercat laboral també reflecteixen aquesta deterioració, com l'informe ADP d'ocupació privada d'agost, que reflecteix una creació d'ocupació per sota de l'esperat i una moderació del creixement dels salaris. Així també se suggereix en el *Beige Book* de la Reserva Federal, on els diferents bancs regionals van descriure un panorama de creixement modest i estable, amb «petits o cap» canvi en l'ocupació. Quant a l'activitat, els índexs d'ISM estenen el to dels mesos anteriors: un sector de serveis dinàmic (índex en 52,0, màxim en sis mesos) i un sector manufacturer feble, però amb senyal de millores (índex en 48,7 enfront de 48,0 al juliol).

Els principals països emergents van continuar creixent en el 2T 2025, abans del peatge dels aranzels de Trump. Entre l'abril i el juny, l'economia de l'Índia va créixer un 7,8% interanual (enfront del 7,4% del 1T 2025), per sobre de l'esperat, impulsada per la fortalesa de la producció manufacturera, la construcció i la despesa pública. D'una altra banda, el PIB de Turquia també va créixer amb força, un 4,8% interanual des del 2,3% del 1T, gràcies al notable ritme de creixement de la demanda domèstica. Finalment, el PIB del Brasil es va situar en el 2,2% interanual, moderant-se des del 2,9% en el 1T, a causa de la desacceleració de la despesa pública i a l'enduriment de les condicions monetàries. No obstant això, i malgrat el bon comportament registrat en aquestes economies, creiem que de cara a la resta de l'any les seves taxes de creixement es poden veure limitades per la imposició d'aranzels molt elevats per part dels EUA, com a l'Índia i el Brasil, així com per l'aplicació de polítiques monetàries restrictives, al Brasil i Turquia.

Mercats financers

Setmana volàtil amb el focus posat en les rendibilitats dels bons sobirans i en les pròximes reunions dels bancs centrals. Els mercats financers han mostrat un comportament mixt en una setmana dominada per referències macroeconòmiques rellevants i moviments en els mercats de deute públic. A l'inici de la setmana, els temors sobre la tornada de la inflació i la disciplina fiscal van provocar una venda generalitzada de bons sobirans, amb les rendibilitats del bo japonès i britànic aconseguint nivells no vistos en 20 anys i la del nord-americà a 30 anys acostant-se al 5%. A la zona de l'euro, la inflació d'agost va ser dispar entre països (vegeu la [Nota Breve](#)), tot i que en conjunt es va mantenir en nivells pròxims a l'objectiu del BCE, la qual cosa reforça l'expectativa que no hi haurà canvis en la reunió de la setmana vinent (la següent retallada s'espera per al març del 2026). Les borses europees tanquen la setmana amb pèrdues, mentre que les rendibilitats sobiranes van repuntar en la primera part de la setmana, per corregir-se després de la millora del sentiment inversor, tot i que van tancar per sobre dels nivells de la setmana anterior. La prima de risc francesa s'ha reduït des dels màxims recents, després de les declaracions de Macron en què afirmava que intentarà evitar eleccions anticipades, encara que la situació política és molt complicada. Als EUA, les dades de despesa personal i l'indicador d'inflació preferit per la Reserva Federal (PCE subjacent en el 2,9% interanual) van augmentar les expectatives d'una retallada de tipus al setembre (el mercat el descompta amb una probabilitat del 98%), reforçada per les declaracions *dovish* de governadors de la Fed (Waller i Williams) i pel refredament del mercat laboral que es desprèn de les dades que es van coneixent. Els rendiments de la corba de deute nord-americà van retrocedir en tots els trams durant la setmana i les borses nord-americanes van finalitzar la setmana amb lleugeres cessions o planes. En divises, l'euro es va afeblir lleugerament enfront del dòlar i va tancar la setmana al voltant d'1,16. En matèries primeres, el petroli va mostrar volatilitat: va pujar després de sancions imposades pels EUA a l'Iran, però va caure després per l'augment dels inventaris als EUA i davant els rumors que l'OPEP+ podria acordar un increment de la producció a l'octubre, en la reunió que se celebra aquest diumenge. El Brent va tancar la setmana amb una caiguda del 2,5%, entorn de 67 dòlars per barril.

El BCE se sent còmode on és. Tot suggereix que en la seva reunió del pròxim 11 de setembre el BCE mantindrà els tipus en els nivells actuals (*depo* en el 2,00%). Els mercats financers cotitzen que no hi hagi canvis amb un 99% de probabilitat i els últims missatges del BCE suggereixen que el banc central veu la política monetària en una bona posició i té poca predisposició per modificar-la a curt termini (com assenyalaven les actes del juliol, el BCE «reivindica el valor de mantenir tipus i esperar»). Encara que fa uns mesos es cotitzava una retallada de tipus per al setembre (fa dos mesos els mercats li donaven un 50%-60% de probabilitat), les expectatives s'han reajustat davant la resiliència de l'activitat (ancorada en una dinàmica modesta però resistent), unes dades d'inflació sostingudament en l'objectiu (i amb alguns indicadors subjacents encara una mica per sobre del 2%) i la reducció (que no eliminació) de la incertesa després dels acords comercials de l'estiu. Aquestes dinàmiques han reduït la pressió perquè el BCE continuï retallant tipus a curt termini. No obstant això, l'escenari és exigent i, tot i que es redueixi la incertesa sobre el nivell dels aranzels, queda per resoldre la incertesa sobre el seu impacte en l'activitat econòmica i la inflació. En aquest sentit, l'actualització del quadre macroeconòmic de la zona de l'euro que presentarà el BCE la setmana vinent serà un primer pas per digerir les conseqüències econòmiques dels aranzels i il·luminar el debat i la direcció de la política monetària els pròxims trimestres (vegeu la [Nota Breve](#)).

		4-9-25	29-8-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	2,08	2,06	2	-64	-161
	EUA (Libor)	4,15	4,17	-2	-16	-111
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	2,19	2,12	+7	-27	-129
	EUA (Libor)	3,77	3,77	+0	-41	-100
Tipus 2 anys	Alemanya	1,96	1,94	+2	-12	-67
	EUA	3,59	3,62	-3	-65	-84
Tipus 10 anys	Alemanya	2,72	2,72	0	35	30
	EUA	4,16	4,23	-7	-41	-8
	Espanya	3,31	3,33	-2	24	6
	Portugal	3,14	3,18	-4	29	8
Prima de risc (10 anys)	Espanya	59	61	-2	-11	-24
	Portugal	42	46	-4	-6	-22
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		6.502	6.460	0,6%	10,5%	20,4%
Euro Stoxx 50		5.347	5.352	-0,1%	9,2%	11,1%
IBEX 35		14.918	14.936	-0,1%	29,3%	33,8%
PSI 20		7.749	7.760	-0,1%	21,5%	15,3%
MSCI emergents		1.262	1.258	0,2%	17,3%	17,5%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,165	1,169	-0,3%	12,5%	7,4%
EUR/GBP	lliures per euro	0,867	0,866	0,2%	4,8%	2,7%
USD/CNY	yuans per dòlar	7,142	7,131	0,2%	-2,2%	-1,5%
USD/MXN	peso per dòlar	18,740	18,656	0,4%	-10,0%	1,6%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		102,8	102,8	0,0%	4,1%	6,3%
Brent a un mes	\$/barril	67,0	68,1	-1,7%	-10,2%	-18,7%
Gas n. a un mes	€/MWh	32,4	31,6	2,5%	-33,7%	2,0%

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

Dades previstes del 8 al 14 de setembre del 2025

Data	País	Indicador	Període	Previsió	Última dada
8	 Alemanya	Producció industrial (interanual)	Juliol	-	-3,6%
	 Xina	Balança comercial	Agost	-	-
9	 França	Producció industrial (interanual)	Juliol	-	2,0%
10	 Espanya	Producció industrial (interanual)	Juliol	-	-
	 Espanya	Vendes, ocupació i salaris GE	Juliol	-	-
	 Itàlia	Producció industrial (interanual)	Juliol	-	-0,9%
	 Xina	IPC (interanual)	Agost	-0,2%	0,0%
11	 Zona euro	Comunicat del BCE	Setembre	-	-
	 EUA	IPC (interanual)	Agost	2,9%	2,7%
	 EUA	Observatori del FOMC	Setembre	-	-
12	 Espanya	IPC (interanual)	Agost	-	2,7%
	 Alemanya	IPC (interanual)	Agost	-	2,2%
	 França	IPC (interanual)	Agost	-	0,9%
	 Japó	Producció industrial (interanual)	Juliol	-	-0,9%

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