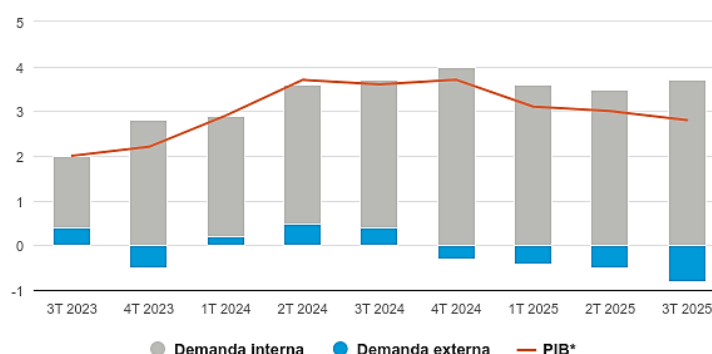


Economia espanyola

El PIB d'Espanya manté un bon ritme de creixement en el 3T 2025. El PIB va créixer un 0,6% intertrimestral i un 2,8% en termes interanuals, en consonància amb el que esperava CaixaBank Research. La composició del creixement ha estat favorable, amb un paper molt important de la demanda interna, que contribueix 1,2 p. p. al creixement intertrimestral: tant el consum privat com el públic i la inversió han crescut amb força (1,2%, 1,1% i 1,7% intertrimestral, respectivament). En contraposició, les exportacions han retrocedit un 0,6% intertrimestral a causa de la feblesa de les exportacions de béns. Aquesta caiguda podria respondre a una combinació de factors, com un possible efecte anticipació abans de l'entrada en vigor de l'augment dels aranzels per part dels EUA sobre la UE o l'impacte negatiu de la pujada d'aranzels i la feblesa que mostra el creixement de la zona de l'euro. Per part seva, les exportacions de serveis han mantingut una bona tònica de creixement, amb un avanç del 0,7% intertrimestral. El retrocés de les exportacions, juntament amb l'avanç de les importacions de l'1,1% intertrimestral, ha portat al fet que la demanda externa resti 0,6 p. p. al creixement intertrimestral del PIB (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: PIB i demanda

Contribució al creixement interanual (p. p.)

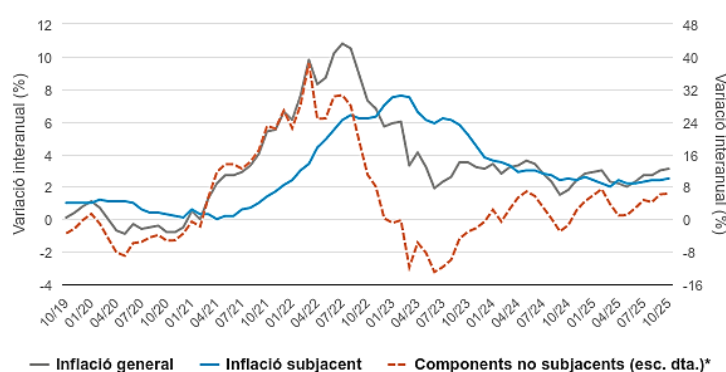


Nota: *Variació interanual, %.

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

Continua el repunt de la inflació espanyola a l'octubre. Tant la inflació general com la subjacent pugen 1 dècima a l'octubre fins al 3,1% i el 2,5% interanual, respectivament, segons l'indicador avançat de l'INE. L'increment de la general es deu a la pressió a l'alça exercida per l'electricitat i el transport aeri i per ferrocarril, mentre que els carburants haurien compensat part d'aquesta pujada. D'aquesta manera, la dada d'octubre dona continuïtat al repunt que s'està produint des del maig a causa de l'augment dels preus de l'energia. L'evolució del preu de l'electricitat serà determinant per a les dinàmiques d'inflació en els pròxims mesos; en aquest sentit, la pujada de la tarifa PVPC per sobre del que es preveu podria representar un risc a l'alça per a les previsions (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: evolució de l'IPC



Notes: *Agregat d'aliments no elaborats i productes energètics. Es calcula descomptant el component subjacent de l'IPC.

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

Creixement moderat del turisme internacional al setembre a Espanya. Les arribades turístiques internacionals van avançar un 0,8% interanual, mentre que la mateixa mètrica de despesa va augmentar un 6,0% al setembre. En els primers nou mesos del 2025, els ritmes d'avanç van ser del 3,5% i 6,8% respectivament, substancialment per sota dels augments del 10,8% i 17,1% interanuals de les mateixes dates del 2024. Aquestes dades són consistents amb la nostra previsió que el creixement del PIB turístic s'alenteixi d'un +6,0% el 2024 a un +2,7% el 2025.

Notable dinamisme en la concessió de nou crèdit a llars i recuperació del destinat a empreses al setembre a Espanya. En l'acumulat de gener a setembre, el nou crèdit a llars augmenta un 21,0% interanual; destaquen especialment el crèdit destinat a habitatge, que creix un 26,5%, i el crèdit al consum, amb un increment del 19,4%. Per part seva, el nou crèdit concedit a empreses (sense renegociacions) reprèn la senda del creixement, amb un avanç interanual del 10,2% en l'acumulat fins al setembre.

Economia internacional

La gira asiàtica de Trump porta reduccions aranzelàries a l'espera del Tribunal Suprem. A l'avantsala de la cimera del fòrum Àsia-Pacífic (APEC), la reunió a Corea del Sud entre els presidents de la Xina i els EUA va concloure amb un acord que inclou el retard per un any dels nous controls d'exportació sobre terres rares i altres minerals crítics, establerts a l'octubre per la Xina. També es va acordar la represa de les compres de soia estatunidenca i altres productes agrícoles a canvi d'una reducció general de 10 p. p. en l'aranzel aplicat a les importacions xineses. Aquesta reducció afecta una de les dues pujades decretades per Trump a l'inici de l'any, motivades pel trànsit d'opioides. A més, s'obre la possibilitat d'exportar xips avançats d'Nvidia per al desenvolupament d'intel·ligència artificial. En els dies previs, els EUA han aconseguit acords comercials amb diversos països ASEAN, que inclouen compromisos per reduir barreres d'entrada i atorgar accés preferencial a productes dels EUA. Així mateix, s'aplicaran a Cambodja i Malàisia les exempcions aprovades al setembre per a socis amb relació recíproca, la qual cosa redueix els seus aranzels d'entrada al mercat estatunidenc. En canvi, no es modifiquen les condicions per a Tailàndia i Vietnam. Segons les nostres estimacions, les mesures acordades podrien reduir l'aranzel efectiu mitjà aplicat pels EUA sobre les importacions xineses del 40% al 30% i l'aranzel total del 16% al 14,5%. La setmana vinent, l'atenció es desplaça al Tribunal Suprem, que el dimecres escoltarà arguments orals de les parts respecte a la validesa dels aranzels bilaterals establerts per l'Administració Trump.

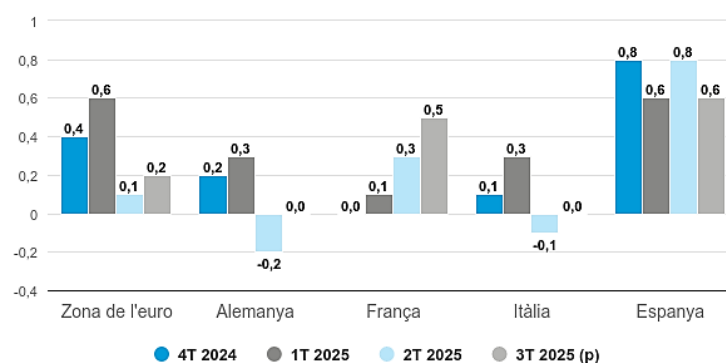
Els EUA inicien el 4T amb bon peu, amb una inflació que, ara com ara, continua continguda. Els últims indicadors avançats suggereixen que l'economia estatunidenca va iniciar el 4T amb bon to. El PMI compost va pujar a l'octubre fins a 54,8 punts, el seu nivell més alt en tres mesos, impulsat pels serveis (55,2) i un lleu avanç en la manufactura (52,2). No obstant això, l'enquesta suggereix que l'ocupació va créixer a menor ritme i les expectatives a futur es van refredar, amb la incertesa política i els aranzels com a principals causes. La incertesa política, de fet, continua ennuvolant el panorama, perquè el Govern porta tancat des de l'1 d'octubre, la qual cosa ha impedit la publicació d'estadístiques oficials (aquesta setmana, per exemple, es publicava el PIB del 3T). No obstant això, la setmana passada es va fer una excepció per a l'IPC del setembre. La dada va mostrar que la inflació general va pujar 1 dècima fins al 3,1% interanual i la nucli es va estancar en el 3,1%. El desglossament per components és encoratjador quant al progrés de la inflació: el repunt es va deure a un augment dels preus energètics, mentre que la inflació dels altres components es va moderar o es va estancar. I els preus dels béns, tot i que amb repunts puntuals pels aranzels en algunes categories, no estan reflectint de moment pressions inflacionistes més àmplies. Així, la Fed es va sentir còmoda per a baixar tipus a l'octubre. Però, atès el dinamisme que continua caracteritzant l'activitat, com indiquen els PMI, la Fed va assenyalar cautela de cara a la reunió del desembre (vegeu la notícia de Mercats financers).

Creixement modest de la zona de l'euro en el 3T amb gran disparitat per països. El PIB de la zona de l'euro va créixer un 0,2% intertrimestral, en línia amb les nostres previsions, la qual cosa avala la nostra estimació d'un creixement per al 2025 de l'1,3%. No obstant això, la dada agregada emmascara una gran divergència per països. D'una banda, Alemanya i Itàlia es van estancar, pràcticament en línia amb el que esperàvem, després de caure un 0,2% i un 0,1% en el 2T, respectivament. En canvi, França va sorprendre positivament en créixer un 0,5% intertrimestral (0,0% esperat),

després del 0,3% del 2T. Aquesta aparent fortalesa de França descansa en factors transitoris: unes comandes de material aeronàutic van impulsar les exportacions un 2,2% (0,3% anterior), fent que la demanda externa aportés 0,9 p. p. al creixement de l'economia. El resultat del 3T posa de manifest la feblesa de fons que continua afligint la zona de l'euro, i els indicadors disponibles per al 4T apunten al fet que el creixement podria ser una mica més alt en el 4T, però encara continuaria sent força modest (vegeu la [Nota Breve](#)). De fet, a Alemanya l'índex Ifo de confiança empresarial va recuperar a l'octubre part de la caiguda patida el mes previ (+0,7 punts, fins a 88,4), però encara es troba força lluny del llindar de 100 que apunta a creixements econòmics pròxims a la seva mitjana de llarg termini. D'altra banda, l'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea va pujar 1,2 punts per a la zona de l'euro, fins al 96,8, màxim des del març del 2023, però encara lluny del llindar de 100. En aquest mateix informe s'assenyala que els principals sectors d'activitat no planegen elevar els preus en els pròxims mesos, al mateix temps que els consumidors no esperen repunts significatius de la inflació en els pròxims mesos. En aquest sentit, la inflació d'octubre va caure 0,1 p. p., fins al 2,1% interanual, mentre que la nucli es va mantenir en el 2,4%. Destaca el repunt en serveis (+0,2 p. p., fins al 3,4% interanual), que es compensa amb la moderació en els béns industrials no energètics (-0,2 p. p., fins al 0,6%) i l'abaratiment de l'energia (-1,0% vs. -0,4% al setembre) (vegeu la [Nota Breve](#)).

Zona de l'euro: PIB

Variació intertrimestral (%)



Nota: (p) dada preliminar.

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

L'economia xinesa va perdre impuls en l'inici del 4T. A l'octubre, el PMI manufacturer oficial va caure a 49,0 punts (49,8 al setembre), el seu nivell més baix des del maig, amb l'auge de les tensions comercials entre la Xina i els EUA. La caiguda es deu principalment a una forta disminució de les noves comandes d'exportació, afectades per noves tensions comercials, que van culminar en una nova pròrroga de la treva vigent. El component de preus de producció també va continuar caient, assenyalant que els problemes de sobrecapacitat i les pressions deflacionàries continuen pressionant les perspectives del sector. El PMI de serveis va pujar lleugerament fins a 50,2 punts (50,1 anterior), però el de construcció va tornar a caure (de 49,3 a 49,1 punts), igualant el seu nivell més baix, amb excepció de la pandèmia. En conjunt, el PMI compost oficial va baixar a 50,0 punts (50,6 anterior), la qual cosa assenjala un estancament de l'economia xinesa. Malgrat aquesta feblesa, la nova treva comercial entre els EUA i la Xina podria donar suport a l'activitat en el tram final de l'any.

L'economia de Mèxic es ressent per les polítiques dels EUA. El PIB va caure un 0,3% intertrimestral en el 3T 2025, després d'haver crescut un 0,6% en el trimestre anterior. En termes interanuals, el descens va ser del 0,2%, sent el primer retrocés anual des del 1T 2021. Per sectors, el fre de l'activitat es va concentrar principalment en la indústria, que va ser lleugerament compensat pel feble creixement dels serveis i el comerç. Pel costat de la demanda, s'apunta a la desacceleració del consum, la inversió i la despesa pública. En suma, la dada del PIB posa de manifest com la incertesa comercial derivada dels aranzels intermitents anunciats per Donald Trump està afectant negativament l'activitat econòmica mexicana i, en particular, la seva dinàmica exportadora, i suposa un desincentiu a la inversió estrangera. En la seva reunió del setembre, el Banxico, a més de rebaixar els tipus d'interès en 25 p. b. fins al 7,5%, va manifestar la preocupació per l'extensió de la feblesa econòmica vinculada a la incertesa comercial, i la va reconèixer com un important risc a la baixa.

Mercats financers

La Reserva Federal baixa tipus i refreda les expectatives de futures baixades. La Fed va baixar el tipus *fed funds* en 25 p. b. al rang 3,75%-4,00%, la seva segona retallada de l'any, i es va situar 150 p. b. per sota dels màxims del 2023. La decisió es va justificar novament pel canvi en l'equilibri dels seus dos mandats, amb un mercat laboral que continua refredant-se gradualment i amb una inflació que reflecteix el repunt temporal dels preus pels aranzels, però sense pressions inflacionistes àmplies. Així, el context no ha canviat materialment des de l'última reunió i, per tant, la Fed va tornar a considerar necessària una retallada i avançar cap a nivells de tipus neutrals. No obstant això, el president de la Fed va advertir que futures baixades, i especialment la del desembre, estan «lluny» de ser garantides. Així, va ratificar un enfocament més cautelós davant la falta d'estadístiques oficials, la tensió entre ocupació i inflació i les dades que suggereixen que l'activitat ha crescut més dinàmicament del que s'estimava inicialment. Finalment, la Fed va anunciar la fi del programa de reducció de balanç (QT) a partir de l'1 de desembre, després d'haver reduït la tinença d'actius en 2,2 bilions de dòlars, la qual cosa, en proporció del PIB nominal, implica haver-lo reduït del 35% al 21% (vegeu la [Nota Breve](#)).

BCE: (gairebé) tot continua igual des de la Toscana. El BCE va mantenir els tipus d'interès en la seva reunió d'aquest dijous (*depo* en el 2,00%) i va reiterar el seu compromís amb una estratègia de prendre les decisions «reunió a reunió, segons l'evolució de les dades» i sense comprometre's amb cap senda futura de tipus d'interès. El BCE va presentar una visió una mica més positiva de l'activitat econòmica i del balanç de riscos, especialment amb unes dades de PIB del 3T per sobre del 0,0% intertrimestral projectat pel BCE i davant la moderació de riscos que el BCE destil·la de l'acord comercial dels EUA i la UE, la treva a Orient Pròxim i els avanços en les negociacions entre els EUA i la Xina. Amb tot, la reunió no va alterar significativament les expectatives dels mercats financers, que continuen cotitzant tipus estables (*depo* al 2,00%), però amb un cert biaix baixista (probabilitat implícita d'un *depo* en el 1,75% a mitjan 2026 del 40%). Més enllà de la conjuntura, el BCE també va anunciar que el projecte de l'euro digital avançarà de fase, de la «preparació» (iniciada al novembre del 2023) a la «disponibilitat tècnica per a una primera emissió». Aquesta nova fase se centrarà en «la disponibilitat tècnica» (desenvolupar els fonaments tècnics de l'euro digital), «la participació del mercat» (col·laboració amb proveïdors de pagaments, consumidors i altres agents) i «suport al procés legislatiu» (proporcionant suport tècnic als legisladors europeus). El BCE va apuntar a la possibilitat d'un exercici pilot el 2027 i una potencial primera emissió de l'euro digital el 2029 (vegeu la [Nota Breve](#)).

Els inversors tanquen una setmana relativament positiva per als actius de risc, en un context marcat per la treva comercial entre els EUA i la Xina i les decisions dels principals bancs centrals. La Reserva Federal va retallar tipus en 25 p. b. i va anunciar la fi del programa de reducció de balanç a partir de l'1 de desembre, però el to de Powell va moderar les expectatives de noves retallades, la qual cosa va provocar un repunt de les TIR als EUA, especialment en els trams curts. A la zona de l'euro, el BCE va mantenir els tipus i va reafirmar el seu enfocament dependent de les dades, la qual cosa, en un context en què la seva valoració de les perspectives va ser una mica més benigne, va causar lleugers repunts en els tipus alemanys i caigudes de les primes perifèriques. En divises, a les decisions dels bancs centrals s'hi va sumar l'optimisme en la guerra comercial entre la Xina i els EUA per apreciar al dòlar enfront de l'euro i també enfront d'un ien pressionat per la decisió del Banc del Japó (BoJ) de mantenir els tipus. En renda variable, l'optimisme al voltant de la IA, la treva comercial amb la Xina i uns resultats positius d'una majoria de companyies en el 3T van impulsar els índexs estatunidencs, amb l'S&P 500 i el Nasdaq 100 arribant a tocar màxims històrics durant la setmana. També avanços generalitzats a Europa, on van destacar l'FTSE MIB i el DAX, i amb el CAC 40 francès mostrant menys avanços per la persistent incertesa fiscal al país. A l'Àsia, el Nikkei va destacar a l'alça, beneficiat per la feblesa del ien i l'expectativa que el BoJ mantingui la seva política monetària acomodaticia, malgrat les pressions internacionals per endurir-la. En matèries primeres, el petroli va caure davant l'expectativa que l'OPEP+ mantingui la seva política de producció en la reunió del cap de setmana, mentre que els metalls industrials van mostrar un comportament mixt, amb el coure a l'alça i el níquel a la baixa.

		30-10-25	24-10-25	Var. setmanal	Acumulat 2025	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	2,05	2,07	-2	-66	-101
	EUA (Libor)	3,84	3,86	-2	-47	-72
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	2,19	2,16	+3	-27	-36
	EUA (Libor)	3,50	3,48	+2	-68	-67
Tipus 2 anys	Alemanya	1,99	1,97	+2	-9	-29
	EUA	3,61	3,48	+13	-63	-56
Tipus 10 anys	Alemanya	2,64	2,63	1	27	25
	EUA	4,10	4,00	10	-47	-18
	Espanya	3,15	3,16	-1	9	6
	Portugal	3,01	3,01	-1	16	21
Prima de risc (10 anys)	Espanya	51	53	-2	-18	-19
	Portugal	37	39	-2	-12	-4
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		6.822	6.792	0,5%	16,0%	19,6%
Euro Stoxx 50		5.699	5.675	0,4%	16,4%	18,1%
IBEX 35		16.040	15.862	1,1%	39,0%	37,4%
PSI 20		8.446	8.370	0,9%	32,4%	29,3%
MSCI emergents		1.412	1.389	1,6%	31,3%	26,1%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,157	1,163	-0,5%	11,7%	6,3%
EUR/GBP	lliures per euro	0,879	0,874	0,7%	6,3%	4,2%
USD/CNY	yuan per dòlar	7,110	7,123	-0,2%	-2,6%	-0,1%
USD/MXN	peso per dòlar	18,528	18,452	0,4%	-11,0%	-7,5%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		106,8	107,4	-0,5%	8,2%	8,9%
Brent a un mes	\$/barril	65,0	65,9	-1,4%	-12,9%	-11,2%
Gas n. a un mes	€/MWh	31,0	32,0	-3,0%	-36,5%	-23,5%

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

Dades previstes del 3 al 9 de novembre del 2025

Data	País	Indicador	Període	Previsió	Última dada
3	 Espanya	PMI manufactures	Octubre	-	51,5
	 Zona euro	PMI manufactures	Octubre	50,0	50,0
	 EUA	ISM manufactures	Octubre	49,2	49,1
4	 Espanya	Afiliats a la S. S. i atur registrat	Octubre	-	-
	 EUA	JOLTS	Setembre	-	7.227 mil
5	 Espanya	PMI serveis	Octubre	-	54,3
	 Zona euro	PMI serveis	Octubre	52,6	52,6
	 França	Producció industrial (interanual)	Setembre	-	0,4%
	 EUA	ISM serveis	Octubre	51,0	50,0
6	 Espanya	Producció industrial (interanual)	Octubre	-	3,4%
	 Zona euro	Vendes al detall (interanual)	Setembre	1,1%	1,0%
	 Alemanya	Producció industrial (interanual)	Setembre	0,1%	-3,9%
7	 EUA	Atur	Octubre	-	-
	 Xina	Balança comercial	Octubre	-	-
9	 Xina	IPC	Octubre	-	-0,3%

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