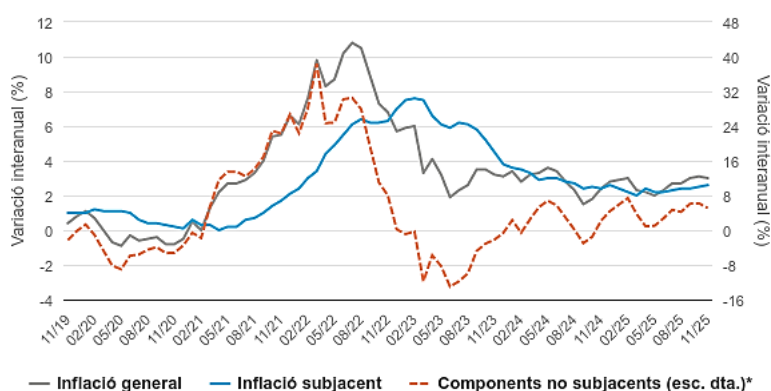


Economia espanyola

El consum a Espanya manté un ritme de creixement dinàmic en els primers compassos del 4T. L'índex de comerç al detall, deflactat i corregit per efectes d'estacionalitat, va mantenir un notable avanç del 3,8% en termes interanuals, només 3 dècimes inferior al del mes anterior, tot i que en termes intermensuals es va mantenir estanc. Per part seva, al setembre, l'índex de producció del sector serveis va avançar un robust 0,8% intermensual i un 3,7% interanual, 8 dècimes més que a l'agost; en el conjunt del 3T, l'IPSS va créixer un 0,7% intertrimestral, per sobre del 0,4% del 2T.

La inflació espanyola al novembre posa fi a sis mesos de pujades. La inflació general cau 1 dècima al novembre i se situa en el 3,0% interanual, mentre que la subjacent puja 1 dècima fins al 2,6%. La caiguda de l'indicador general trenca amb les pujades que s'estaven produint des del maig, tot i que la reducció és més modesta del que esperàvem. Aquesta evolució respon principalment a la baixada dels preus de l'electricitat, mentre que els aliments i l'oci i la cultura n'haurien limitat el descens. Amb la dada d'inflació de novembre, la mitjana de les taxes interanuals dels últims 12 mesos se situa en el 2,7% interanual; si es confirma quan es publiqui el desglossament, aquesta xifra serà la utilitzada per a revalorar les pensions el 2026.

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.

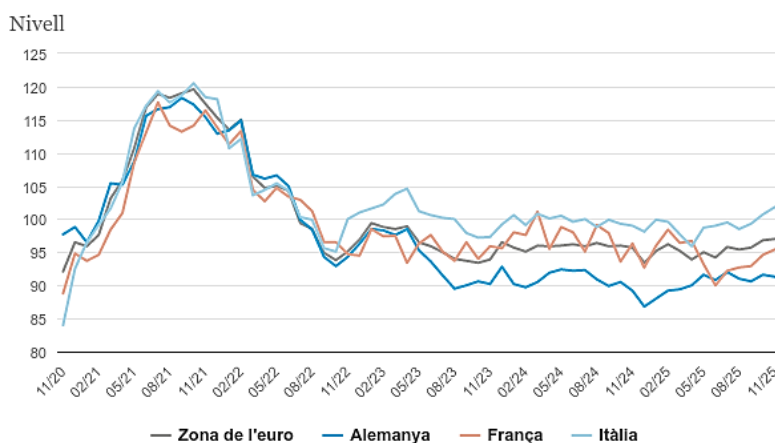
La morositat a Espanya es va situar al setembre per sota del 2,9%, impulsada per la reducció de crèdits dubtosos i l'augment del saldo viu. La taxa de morositat del crèdit al sector privat va continuar descendint, amb una caiguda de 6 p. b. respecte a un mes abans, fins al 2,87%. Aquest retrocés es va deure principalment a la disminució del volum de dubtosos (-682 milions d'euros), encara que també hi va contribuir l'increment de l'estoc de crèdit (+2.688 milions d'euros). Respecte al setembre del 2024, la morositat s'ha reduït en 56 p. b.

Economia internacional

El retard en el desplegament del pla d'infraestructures alemany afecta negativament la confiança dels agents.

L'índex Ifo de sentiment empresarial va caure al novembre 0,3 punts, fins a 88,1, essent 100 el llindar que marca creixements pròxims a la mitjana. Mentre que la confiança del consumidor va caure fins a mínims des de l'abril del 2024, davant la deterioració esperada per a la renda disponible, en un context de pitjors perspectives per al cicle econòmic. Per part seva, l'índex de sentiment econòmic elaborat per la Comissió Europea va pujar escassament 0,2 punts al novembre, fins als 97,0, destacant que, de les grans economies, només retrocedeix a Alemanya (-0,3 punts, fins a 91,3), mentre que a França i Itàlia puja, superant el llindar de 100 en aquest últim país. Respecte a les expectatives de preus de venda, l'informe recull pujades en totes les branques d'activitat, la qual cosa explica l'increment en les expectatives d'inflació dels consumidors i limita el marge per a futurs descensos de la inflació a la zona de l'euro.

Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

La Fed davant senyals mixtos: resisteix l'activitat, però el mercat laboral i la despesa de les llars continuen deteriorant-se. Amb la finalitat del tancament governamental dels EUA, s'ha reprès la publicació de dades. Hem conegut que al setembre les vendes al detall van créixer un moderat 0,2% intermensual, impulsades gairebé exclusivament per l'alça de preus en gasolina, mentre que el conjunt sense aquesta rúbrica va quedar pràcticament estancat, la qual cosa apunta a un consum que es refreda; la confiança del consumidor de novembre de la *Conference Board* també va mostrar un senyal similar, amb un empitjorament respecte a l'octubre. En contrast, els PMI de novembre es van mantenir sòlids: l'índex compost va pujar a 54,8, consistent amb un creixement pròxim al 2,5% (segons el comunicat d'S&P), amb els serveis millorant i les manufactures encara en expansió malgrat comandes una mica més febles. Els subcomponents de preus es van mantenir elevats, mentre que els d'ocupació van romandre estancats. Quant a la inflació, l'índex de preus de producció va augmentar un 0,3% intermensual i l'índex nucli, un 0,1%, en línia amb el que s'esperava, amb pressions en les categories de béns (+0,9% intermensual), compensades per caigudes en serveis financers. També es va publicar el *Beige Book* de novembre, on assenyalen que l'activitat no ha canviat massa respecte al mes anterior, però que el mercat laboral ha continuat deteriorant-se, que el consum de les llars d'ingressos baixos i mitjans ha continuat disminuint i que el panorama inflacionari es va mantenir pràcticament igual que a l'octubre. En aquest context, la dada de vendes al detall i l'empitjorament de les confiança (tant del *Conference Board* com de Michigan), així com les declaracions de diversos membres de la Fed sobre la més que probable baixada, han portat al mercat a augmentar fins a un 80% la probabilitat d'una retallada de tipus al desembre.

Mercats financers

Setmana marcada per un renovat optimisme als mercats financers, impulsat per l'expectativa creixent d'una retallada de tipus per part de la Fed al desembre, la probabilitat de la qual supera ja el 80% segons els implícits del mercat monetari. Les declaracions de diversos membres de la Fed i unes dades mixtes als EUA, que apunten a un cert refredament en ocupació i consum, van reforçar aquesta visió i van provocar descensos en les rendibilitats sobiranes nord-americanes, més acusats en els trams llargs i amb un lleuger aplanament de la corba. També a la zona de l'euro van caure els tipus sobirans alemanys, tot i que més modestament. Les primes de risc perifèriques, per part seva, sí que van caure amb major intensitat, gràcies a la millora del ràting d'Itàlia; al fet que s'espera que el Govern francès aconseguixi aprovar el pressupost en la segona lectura a l'Assemblea Nacional; o a l'aprovació del pressupost a Portugal, que preveu un superàvit fiscal el 2026. D'altra banda, els tipus sobirans britànics van caure amb intensitat, després de presentar el Govern uns pressupostos amb una major consolidació fiscal del que s'esperava. En renda variable, els avanços van ser generalitzats, amb el Nasdaq liderant les pujades gràcies a la renovada apetència pel sector tecnològic, mentre que *bitcoin* va rebotar amb força com a termòmetre de l'apetència pel risc i el sentiment sobre aquest sector. En divises, el dòlar es va afeblir enfront de l'euro i en el seu tipus efectiu nominal per les perspectives d'una política monetària més acomodaticia. En matèries primeres, el petroli Brent va fluctuar al voltant dels 63 dòlars per barril, a l'atzar de les notícies sobre avanços en les negociacions de pau a Ucraïna, mentre que el gas natural europeu va prolongar la seva caiguda per l'elevat nivell de reserves i la major entrada de fluxos de gas natural liquat. Entre els metalls, la plata va continuar a l'alça, secundada per la demanda industrial i el seu rol de refugi alternatiu a l'or.

El BCE, cautelosament més optimista amb els riscos. En la seva última reunió (el 30 d'octubre), el BCE va reiterar la visió que la seva política monetària està «en una bona posició» i va mantenir el tipus d'interès *depo* en el 2,00%. Les actes d'aquesta reunió, publicades aquesta setmana, mostren com darrere d'aquestes decisions de continuïtat va haver-hi uns certs canvis en la visió de l'escenari econòmic. En concret, les actes recullen la visió d'un mapa de riscos més equilibrat, especialment gràcies al fet que els diferents acords comercials dels EUA, les negociacions EUA-Xina i la treva a l'Orient Pròxim han mitgat la probabilitat d'escenaris adversos. A més, les actes destaquen la resiliència de l'economia de la zona de l'euro en un entorn global exigent, amb el creixement recolzat en la demanda interna i un mercat laboral sòlid. Així mateix, el BCE veu la inflació ja en l'objectiu del 2% i els riscos que l'envolten es presenten més equilibrats, amb una discussió que engloba tant riscos a l'alça (preus inercials, disrupcions en les cadenes de subministraments, augment de la despesa en defensa i infraestructura i esdeveniments meteorològics extrems) com a la baixa (apreciació de l'euro, redirecció exportadora de la Xina, feblesa de la demanda per volatilitat als mercats financers i aversió al risc). D'altra banda, les actes també recullen una discussió sobre diferents riscos d'estabilitat financera, i destaquen especialment les fonts de risc en els mercats nord-americans (les actes apunten a valoracions elevades i riscos procedents del crèdit privat, el capital de risc i el palanquejament del sector financer no bancari). En aquest context, els mercats mantenen la previsió que el BCE no modifiqui els seus tipus d'interès en els pròxims trimestres, si bé continuen exhibint un cert biaix baixista (els mercats monetaris cotitzen una possible retallada de tipus el 2026 [*depo* a l'1,75%], amb una probabilitat una mica inferior al 40%).

		27-11-25	21-11-25	Var. setmanal	Acumulat 2025	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	2,06	2,05	1	-65	-88
	EUA (Libor)	3,79	3,88	-9	-52	-71
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	2,21	2,22	-1	-25	-25
	EUA (Libor)	3,50	3,57	-7	-68	-81
Tipus 2 anys	Alemanya	2,03	2,01	+2	-5	3
	EUA	3,48	3,51	-3	-76	-75
Tipus 10 anys	Alemanya	2,68	2,70	-2	31	55
	EUA	3,99	4,06	-7	-58	-27
	Espanya	3,17	3,21	-4	11	32
	Portugal	3,01	3,04	-4	16	41
Prima de risc (10 anys)	Espanya	49	51	-2	-21	-23
	Portugal	33	34	-2	-16	-15
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		6.813	6.603	3,2%	15,8%	13,6%
Euro Stoxx 50		5.653	5.515	2,5%	15,5%	18,8%
IBEX 35		16.362	15.822	3,4%	41,8%	40,9%
PSI 20		8.122	8.056	0,8%	27,4%	26,3%
MSCI emergents		1.370	1.334	2,7%	27,4%	26,9%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,160	1,151	0,7%	12,0%	9,9%
EUR/GBP	lliures per euro	0,876	0,879	-0,4%	5,8%	5,3%
USD/CNY	yuans per dòlar	7,080	7,105	-0,4%	-3,0%	-2,3%
USD/MXN	peso per dòlar	18,354	18,479	-0,7%	-11,9%	-10,1%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		108,6	107,5	1,0%	10,0%	11,1%
Brent a un mes	\$/barril	63,3	62,6	1,2%	-15,1%	-13,6%
Gas n. a un mes	€/MWh	29,0	30,2	-3,9%	-40,6%	-37,3%

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

Dades previstes de l'1 al 7 de desembre del 2025

Data	País	Indicador	Període	Previsió	Última dada
1	 Espanya	PMI manufactures	Novembre	-	52,1
	 Zona euro	PMI manufactures	Novembre	49,7	49,7
	 EUA	ISM manufactures	Novembre	49,0	48,7
	 Turquia	PIB (interanual)	3T	4,1%	4,8%
2	 Espanya	Afiliats a la S. S. i atur registrat	Novembre	-	-
	 Zona euro	Avanç de l'IPC (interanual)	Novembre	2,2%	2,1%
	 Zona euro	Taxa d'atur	Octubre	6,3%	6,3%
3	 Espanya	PMI serveis	Novembre	-	56,6
	 Espanya	Entrada de turistes estrangers	Octubre	-	-
	 Espanya	Crèdit de nova concessió	Octubre	-	-
	 Zona euro	PMI serveis	Novembre	53,1	53,1
	 EUA	ISM serveis	Agost	52,0	52,4
4	 Zona euro	Vendes al detall (interanual)	Octubre	1,5%	1,0%
	 EUA	Observatori del FOMC	Desembre	-	-
	 Brasil	PIB (interanual)	3T	-	2,2%
5	 Espanya	Preus de l'habitatge de l'INE (interanual)	3T	-	12,7%
	 Espanya	Producció industrial (interanual)	Octubre	-	1,7%
	 França	Producció industrial (interanual)	Octubre	-	1,3%

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