

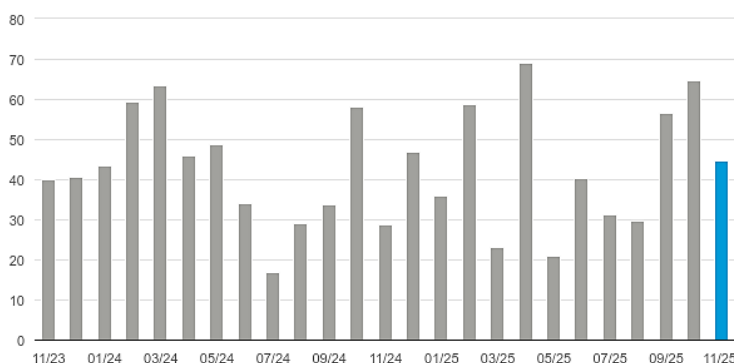
Economia espanyola

Els indicadors d'activitat a Espanya mantenen un bon to al novembre. El PMI manufacturer es va situar en 51,5 punts, lleugerament per sota del mes anterior (52,1 punts), però continua per sobre del llindar que marca creixement en el sector (50 punts). Així mateix, el PMI del sector serveis va marcar 55,6 punts, un registre elevat i que continua apuntant a un ritme de creixement robust. Per part seva, l'índex de producció industrial va registrar un avanç del 0,7% intermensual a l'octubre, el ritme més alt en quatre mesos. En termes interanuals, l'indicador es desaccelera en 3 dècimes fins a l'1,2%.

Bon comportament del mercat laboral espanyol al novembre. Els afiliats mitjans a la Seguretat Social van caure al novembre en 14.358 persones (−0,07% intermensual), una dada que suposa la meitat de la destrucció d'ocupació de 30.100 treballadors del novembre de l'any passat, i que també se situa per sota de la caiguda de 23.200 treballadors en la mitjana dels novembres del 2014-2019. En termes interanuals, la dada suposa una acceleració de la taxa de creixement d'1 dècima fins al 2,5%. Corregint l'estacionalitat, l'ocupació anota una pujada de 44.734 afiliats, amb la qual cosa el creixement d'octubre-novembre respecte al 3T és del 0,6% (1 dècima superior a la registrada el trimestre anterior). Quant a l'atur registrat, cau al novembre en 18.805 persones fins a 2.424.961 aturats. Aquesta caiguda suposa una millora respecte a l'habitual pujada en un mes de novembre (2.000 el 2014-2019) i també respecte a la dada de l'any passat (−16.036). En l'últim any, el nombre d'aturats cau en 161.057, la qual cosa suposa una acceleració de la taxa interanual d'1 dècima fins al −6,2% (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 nou crèdit a llars a Espanya manté un notable dinamisme. En l'acumulat del gener a l'octubre, la nova concessió (sense renegociacions) creix un 20,7% interanual, destacant el crèdit per a habitatge (+26,1%) i per a consum (+19,8%). En empreses, la nova producció (sense renegociacions) avança un 9,6% interanual, impulsada pels préstecs de més d'un milió d'euros (+13,8% enfront del +3,1% en els de menys d'un milió d'euros).

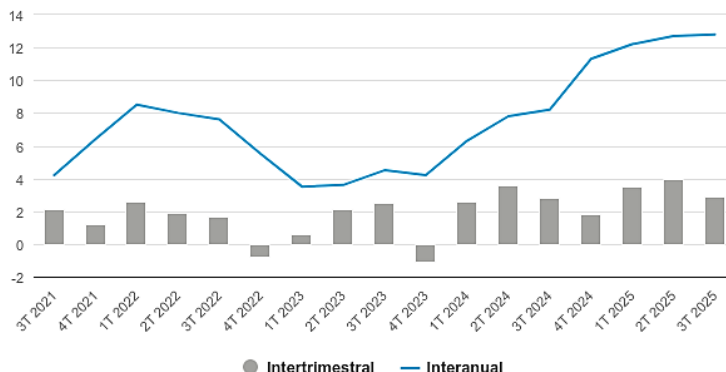
Les arribades i la despesa dels turistes internacionals a Espanya van mostrar un creixement sòlid a l'octubre. Les arribades de turistes internacionals van avançar un 3,2% interanual, mentre que la despesa va augmentar un 7,4%. En els primers 10 mesos del 2025, es van incrementar un 3,5% i un 7,0%, respectivament, molt per sota dels augments del 10,7% i del 16,6% registrats en les mateixes dates del 2024. Aquestes dades són consistents amb la nostra previsió que el creixement del PIB turístic s'alenteixi des d'un +6,0% el 2024 a un +2,7% el 2025.

La pressió sobre el preu de l'habitatge a Espanya es manté. L'índex de preus de l'habitatge (IPV) de l'INE va augmentar un 2,9% intertrimestral en el 3T 2025 (moderant el ritme enfront de la primera meitat de l'any), mentre que la taxa interanual va augmentar en 1 dècima, fins a situar-se en el 12,8% (la taxa més alta en la sèrie disponible des del 2007). De la mateixa manera que en el 2T, la major part de les pressions alcistes del 3T es va concentrar al mercat de segona mà, on els preus van créixer un 13,4% interanual (12,8% anterior), superant l'avanç de l'habitatge nou (el 9,7% enfront

del 12,1%). Tot i que aquesta tendència situa els preus en màxims nominals per a la mitjana nacional, cal assenyalar que, en termes reals, l'IPV continua un 15% per sota dels màxims històrics. Per regions, l'acceleració en els preus no ha estat generalitzada: grans mercats com Andalusia, Catalunya, Navarra i País Basc van registrar increments més moderats que en el 2T.

Espanya: preu de l'habitatge (transacció)

Variació (%)



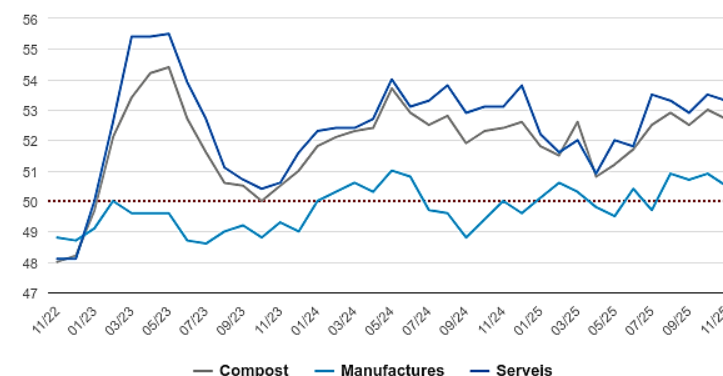
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Economia internacional

L'activitat econòmica global es manté puixant. Al novembre, el PMI compost d'activitat global es va situar en 52,7 punts, 3 dècimes per sota del registre del mes anterior, tot i que per sobre de la mitjana de l'índex en els últims 30 mesos. El creixement sostingut de la producció, així com l'estabilització de les noves comandes per a exportacions, van aportar solidesa a la continuïtat del creixement de l'activitat, sent més notable aquesta circumstància en el sector serveis que en el manufacturer. Per països, l'Índia i els EUA van continuar registrant un comportament superior al de la mitjana de països enquestats, i la zona de l'euro, després de diversos trimestres de feblesa, va mostrar una certa millora. Quant a la Xina, els indicadors PMI van mostrar un creixement més feble tant en manufactures com en serveis en la recta final de l'any.

Indicadors globals PMI

Nivell



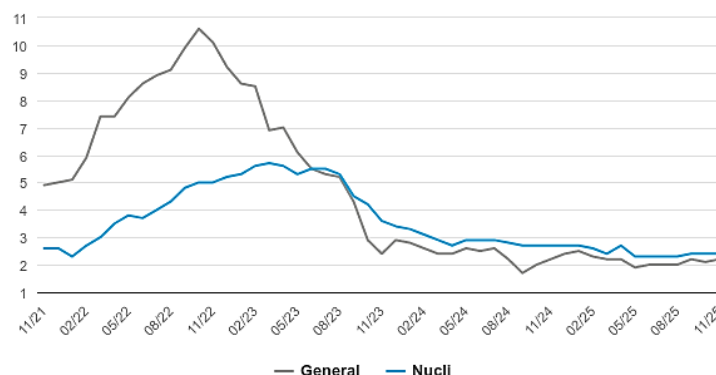
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.

La inflació a la zona de l'euro continua, pràcticament, en l'objectiu del BCE. La inflació general de la zona de l'euro va pujar al 2,2% interanual al novembre (+0,1 p. p. respecte a l'octubre), mentre que la nucli es va mantenir en el 2,4%. Entre les grans economies, la inflació general harmonitzada va rebotar a Alemanya fins al 2,6% interanual (+0,3 p. p. respecte a l'octubre), es va mantenir a França en el 0,8%, va disminuir a Itàlia fins al 1,1% (-0,2 p. p.) i a Espanya fins al 3,1% (-0,1 p. p.) (vegeu la [Nota Breve](#)). La imatge de fons que dibuixen les dades per a l'agregat de la zona de l'euro

continua sent l'esperada: una inflació amb algunes resistències en partides inercials (serveis), però, en conjunt, virtualment en l'objectiu del BCE. Així, reforcen la perspectiva d'una política monetària estable en els pròxims trimestres, amb un BCE que no vol respondre a desviacions petites i transitòries de les dades i que mostra poca predisposició a ajustar els seus tipus d'interès si no hi ha un canvi rellevant de les perspectives.

Zona de l'euro: IPCA

Variació interanual (%)



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

Situació política complicada a Alemanya. La coalició governant (CDU/CSU juntament amb el SPD) ha presentat un projecte de llei sobre les pensions que busca garantir que la pensió bàsica pública no sigui inferior al 48% del salari mitjà nacional. Aquest projecte hauria d'aprovar-se pel *Bundestag* (Congrés) abans de final d'any, però s'enfronta al propi rebuig dels 18 membres més joves del partit conservador CDU, que consideren que s'està traslladant una càrrega molt elevada a les generacions futures, i el vot dels quals és decisiu per tirar-lo endavant. Si no s'aprova, es confirmaria la feblesa de l'actual Govern i es reduiria la confiança dels agents en què puguin dur-se a terme altres reformes estructurals, necessàries per potenciar l'impacte sobre el creixement de l'augment de la despesa en defensa i de l'inflat pla fiscal en infraestructures aprovats per als pròxims 12 anys. Referent a això, sí que es van aconseguir aprovar els pressupostos per al 2026 que recullen un endeutament total d'uns 180.000 milions d'euros, més del triple que el 2024 i màxim des del 2021 després de la pandèmia. D'aquesta manera, es busca finançar una inversió total de 126.700 milions d'euros, un 10% més que el pressupostat per al 2025.

Les dades publicades aquesta setmana reforcen l'expectativa que la Reserva Federal retalli tipus en la seva pròxima reunió. Al mercat laboral, les nòmines privades ADP van mostrar una caiguda de 32.000 llocs, revertint gran part de l'augment del mes anterior (+47.000) i evidenciant una certa feblesa en sectors com manufactures i construcció. En inflació, la bona notícia va venir de l'ISM de serveis al novembre, amb l'índex de preus pagats caient fins a 65,4 (mínim de set mesos); en manufactures, els preus van repuntar lleument, però es van mantenir prop de la seva mitjana dels últims 10 anys. Quant a l'activitat, l'ISM de serveis va pujar 0,8 punts fins a 52,6 (màxim de nou mesos), assenyalant expansió, mentre que l'ISM manufacturer va retrocedir a 48,2, encara que el subcomponent de producció va avançar amb força fins a 51,4, la qual cosa suggereix una certa resiliència. Finalment, a l'espera de dades de consum publicades amb retard, Mastercard va publicar que, segons les seves dades internes, el consum al *Black Friday* va augmentar un 4,1% interanual (impulsat principalment per les vendes en línia, que van augmentar un 10,4%).

El creixement dels principals països emergents es manté sòlid, tot i que les perspectives són una mica més ombrívoles. L'Índia va créixer un 8,2% interanual en el 3T (enfrent del 7,8% en el 2T), gràcies al consum privat i al comportament del sector exterior, que, malgrat desaccelerar-se en el trimestre, va continuar aguantant millor de l'esperat l'impacte dels aranzels nord-americans. Per part seva, el PIB de Turquia va avançar un 3,7% interanual entre el juliol i el setembre (enfrent del 4,9% del 2T), a menor ritme del previst inicialment, a causa de la moderació del creixement en la indústria i els serveis. La demanda agregada es va mantenir sòlida, malgrat l'entorn creditici restrictiu. Finalment, l'economia brasilera va créixer un 1,8% interanual en el 3T (enfrent del 2,4% del 2T), gràcies al creixement de les exportacions, tot i els aranzels i de la desacceleració de la demanda mundial, mentre que la inversió i la despesa

de les llars es van ressentir davant la política restrictiva del banc central. No obstant això, i malgrat el bon comportament registrat en aquestes economies, creiem que de cara als pròxims trimestres les seves taxes de creixement es poden veure limitades per la imposició d'aranzels elevats per part dels EUA sobre les seves exportacions, com en el cas de l'Índia i el Brasil, i per l'aplicació de polítiques monetàries restrictives al Brasil i Turquia.

Mercats financers

Els mercats, entre l'estabilitat macroeconòmica i la incògnita de la IA. A més, les expectatives que la Fed torni a retallar tipus al desembre, així com els dubtes sobre el futur successor de Powell i la seva capacitat per mantenir la independència de la institució, van continuar dirigint l'ànim inversor. En el cas del deute sobirà, va augmentar el pendent de la corba dels *treasuries* dels EUA després de la inesperada caiguda de l'ocupació segons l'enquesta ADP, que va contrastar amb unes sol·licituds setmanals de desocupació en mínims de tres anys (després del fort augment de l'octubre). S'hi van sumar les sòlides vendes del *Black Friday* i uns PMI que van mantenir el bon to, mentre que el component de preus pagats de l'ISM es moderava, reduint el temor a noves pressions inflacionàries. També a Europa es van apuntar les corbes sobiranes, davant l'estabilitat de l'IPC i dels PMI del novembre, la qual cosa va consolidar la idea d'un BCE prudent i estable. Al Japó, la rendibilitat del bo sobirà a 10 anys va aconseguir màxims de 17 anys enmig d'expectatives creixents de pujada de tipus per part del Banc del Japó. En renda variable, les borses europees van avançar, amb l'IBEX liderant gràcies al bon comportament del sector bancari, mentre que als EUA els principals índexs es van moure en rangs estrets, amb les companyies tecnològiques mostrant un to mixt pels ajustos en les expectatives de demanda de la IA i sobre quina empresa serà la principal guanyadora. En divises, l'euro es va apreciar enfront del dòlar per l'expectativa de retallades per part de la Fed al desembre, mentre que la lliura i el ien van cedir terreny. En matèries primeres, el petroli es va mantenir pràcticament pla davant la falta d'avanços en les negociacions Rússia-Ucraïna, en un context de continuada sobreoferta, malgrat que l'OPEP+ va acordar pausar els augments de producció previstos per al pròxim trimestre. Finalment, el preu del gas natural europeu va prolongar la seva caiguda per les expectatives d'abundant oferta de gas natural liquat per l'augment d'importacions des dels EUA i la feblesa de demanda asiàtica.

Anticipem que la Reserva Federal baixarà els tipus d'interès, per tercera vegada el 2025, en 25 p. b., i situarà el tipus *fed funds* en el rang de 3,50%-3,75%. És una decisió àmpliament descomptada pels mercats financers (amb una probabilitat cotitzada per sobre del 90%) i anticipada pel consens d'analistes. Però serà una decisió ajustada i renyida davant la creixent divisió dins del Consell de la Fed. Dels 12 participants amb dret a vot, els quatre presidents regionals s'han mostrat contraris a baixar tipus, i dos governadors, menys enfàtics, han suggerit més preocupació pels riscos d'inflació. Del·lss restants, tres votaran a favor de baixar tipus (els tres governadors nomenats per Trump), i els altres tres (Powell, Williams i Cook) podrien donar suport a una baixada. Això deixa un Consell dividit, però creiem que les dades més recents (com la feblesa de nòmines privades, la caiguda en la confiança dels consumidors, unes vendes al detall fluïxes al setembre i els components de preus dels ISM afluïxant) seran suficients per persuadir alguns membres per retallar tipus novament com una mesura de «gestió de riscos». L'atenció se centrarà en el missatge del comunicat i el to de Powell en la roda de premsa sobre els pròxims passos.

		4-12-25	28-11-25	Var. setmanal	Acumulat 2025	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	2,06	2,06	0	-66	-83
	EUA (Libor)	3,76	3,79	-3	-55	-67
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	2,25	2,21	+4	-21	-13
	EUA (Libor)	3,51	3,51	+0	-67	-67
Tipus 2 anys	Alemanya	2,07	2,03	+4	-1	5
	EUA	3,52	3,49	+3	-72	-62
Tipus 10 anys	Alemanya	2,77	2,69	8	40	66
	EUA	4,10	4,01	9	-47	-8
	Espanya	3,25	3,16	8	19	48
	Portugal	3,10	3,01	10	25	58
Prima de risc (10 anys)	Espanya	48	48	0	-22	-18
	Portugal	33	32	2	-15	-8
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		6.857	6.849	0,1%	16,6%	12,9%
Euro Stoxx 50		5.718	5.668	0,9%	16,8%	15,5%
IBEX 35		16.747	16.372	2,3%	45,2%	38,2%
PSI 20		8.239	8.111	1,6%	29,2%	28,5%
MSCI emergents		1.377	1.367	0,7%	28,0%	24,9%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,164	1,160	0,4%	12,5%	10,0%
EUR/GBP	lliures per euro	0,874	0,876	-0,3%	5,6%	5,3%
USD/CNY	yuan per dòlar	7,072	7,075	0,0%	-3,1%	-2,6%
USD/MXN	peso per dòlar	18,234	18,296	-0,3%	-12,5%	-9,7%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		111,1	110,4	0,6%	12,5%	14,1%
Brent a un mes	\$/barril	63,3	63,2	0,1%	-15,2%	-12,2%
Gas n. a un mes	€/MWh	27,1	28,8	-6,0%	-44,6%	-41,8%

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

Dades previstes del 8 al 14 de desembre del 2025

Data	País	Indicador	Període	Previsió	Última dada
8	 Japó	PIB (interanual)	3T	-2,0%	-1,8%
	 Alemanya	Producció industrial (interanual)	Octubre	-	-1,0%
	 Xina	Balança comercial	Novembre	-	-
9	 EUA	JOLTS	Octubre	-	-
10	 Itàlia	Producció industrial (interanual)	Octubre	-	1,5%
	 Xina	IPC (interanual)	Novembre	0,7%	0,2%
11	 Espanya	Vendes, ocupació i salaris GE	Octubre	-	-
	 Zona euro	Observatori del BCE	Desembre	-	-
	 EUA	Comunicat del FOMC	Desembre	-	-
12	 Espanya	IPC (interanual)	Novembre	-	3,0%
	 Alemanya	IPC (interanual)	Novembre	-	2,3%
	 França	IPC (interanual)	Novembre	-	0,9%
	 Japó	Producció industrial (interanual)	Octubre	-	1,5%

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