Novembre 2025 – N.9

Informe mensual de macroeconomia i mercats financers

1. Entorn geopolític

1.1. Geopolítica internacional

La reunió entre els presidents Trump i Xi a Corea del Sud va oficialitzar l'acord entre els Estats Units i la Xina després de diverses setmanes de vaivens en les tensions, marcades per gestos d'apropament, però també per noves amenaces del president nord-americà. Com a part de l'acord, els Estats Units reduiran del 20 % al 10 % els aranzels aplicats a l'exportació de fentanil, retiraran les sancions imposades a empreses xineses i no introduiran les tarifes portuàries específiques per als vaixells xinesos que havien proposat. Per la seva banda, la Xina es compromet a establir una moratòria d'un any en els controls d'exportació de terres rares i a augmentar les compres de productes agrícoles nord-americans, especialment de soja. L'acord es percep com a relativament favorable per a la Xina, ja que en millora l'accés al mercat nord-americà en termes relatius respecte a altres economies. A més, la treva aranzelària i la moratòria anual sobre les terres rares suposen un termini més ampli que l'anunciat anteriorment —de tres mesos—, cosa que hauria de contribuir a reduir la incertesa associada a les polítiques comercials. Durant el mateix viatge, **Trump va aconseguir nous acords comercials amb Tailàndia, Cambodja i Vietnam**, dels quals no s'han difós detalls. Tot i això, segons les declaracions, inclourien un accés més gran dels productes agrícoles nord-americans als mercats d'aquests països i la participació dels Estats Units en la producció de minerals crítics. Finalment, els **Estats Units i Corea del Sud van signar un acord comercial** que redueix els aranzels a les importacions coreanes del 25 % al 15 % a canvi d'un compromís d'inversions coreanes als Estats Units per un valor de fins a 350.000 milions de dòlars en la pròxima dècada.

La primera setmana de novembre, el Tribunal Suprem debatrà sobre la legalitat d'una part significativa dels aranzels impulsats per Trump. Algunes sentències de jutjats de primera instància assenyalen que el president no disposa de l'autoritat legal per imposar aranzels per països —a diferència dels sectorials, que sí que es poden aplicar després d'una investigació sectorial de l'Executiu—. A partir del 5 de novembre, llevat de sentència favorable, els Estats Units haurien de suspendre aquests aranzels i tornar els imports recaptats. A més, en resposta a un anunci a favor del lliure comerç que feia servir un discurs de Ronald Reagan, **Trump va anunciar un aranzel del 10 % al Canadà** i el tancament de qualsevol negociació.

Israel i Hamàs van arribar a un acord de pau mitjançat pels Estats Units, Egipte i Turquia. En una primera fase, l'acord recull un alto el foc—que no s'està complint plenament—, la retirada d'Israel de Gaza, l'entrada d'ajuda humanitària—més lenta del previst—i l'intercanvi de presoners, ostatges i cossos. En una segona fase, molt menys concreta i pendent de noves negociacions, es planteja crear un govern a Gaza que exclogui Hamàs, amb el lliurament de les seves armes i la formació d'una força militar multinacional.

L'administració Trump ha confirmat el seu gir pro-Ucraïna en el conflicte amb Rússia mitjançant la imposició de sancions a les dues principals empreses petrolieres russes, Rosneft i Lukoil, que preveuen penalitzacions per a qualsevol entitat que hi interactuï. L'impacte d'aquestes sancions seria especialment rellevant per a la Xina, l'Índia i altres economies asiàtiques que continuen important cru rus, en alguns casos actuant com a intermediàries abans de la seva reexportació a destinacions com la Unió Europea. A més, els Estats Units han repres la venda de material militar a Ucraïna, finançat pels aliats europeus.

1.2. Política domèstica

A França, el (re)nomenament de Lecornu com a primer ministre ha contribuït a alleujar les tensions polítiques. Això es produeix després que el mateix Lecornu presentés la dimissió a principis d'octubre, pocs dies després del seu primer nomenament, i que aquesta fos rebutjada pel president Macron, que va prometre designar un successor en un termini de 48 hores. Durant aquest període, Lecornu s'hauria reunit amb representants del Partit Socialista i d'altres formacions de centre, i hauria assolit principis d'acord per aprovar els pressupostos públics, motiu que n'havia originat la dimissió inicial. Posteriorment, Lecornu ha aconseguit superar dos vots de no confiança.

Al Japó, la nova líder del Partit Liberal Demòcrata, Sanae Takaichi, va accedir al càrrec de primera ministra després de la dimissió del seu predecessor, Shigeru Ishiba, provocada pel pobre acompliment del partit a les eleccions legislatives del juliol, en què va obtenir el seu pitjor resultat històric i va perdre el control de la cambra alta. Durant la campanya per liderar el partit, Takaichi es va mostrar partidària d'una expansió fiscal més gran.

Als Països Baixos, el partit de centre liberal D66 es va imposar per sorpresa, encara que per un marge reduït, en les eleccions generals, davant del Partit per la Llibertat (PVV), d'extrema dreta populista, liderat per Geert Wilders. El líder del D66 ha anunciat la seva intenció de formar un Govern de coalició centrista amb els Verds-Laboristes (PvdA), el Partit Popular per la Llibertat i la Democràcia (VVD) i la Crida Demòcrata Cristiana (CDA), cosa que podria donar lloc a un Executiu més europeista que l'anterior.

A Espanya, la militància de Junts va ratificar la decisió de la direcció del partit de retirar el seu suport al Govern central, fet que suposa un nou augment de la incertesa política. L'executiva de Junts va indicar que cessava el seu suport, excepte en aquelles polítiques que consideri rellevants per a Catalunya, cosa que podria actuar com una vàlvula d'escapament per evitar el col·lapse del Govern. El partit tampoc no ha donat senyals d'estar preparant una moció de no confiança contra el president Sánchez. La majoria de les enquestes recents apunten que, en cas d'eleccions anticipades, el Partit Popular obtindria prou escons per formar una coalició —d'investidura o de govern— amb Vox. En qualsevol cas, Pedro Sánchez ha reiterat la seva intenció de completar la legislatura, prevista per a l'estiu del 2027. **La següent prova de suport parlamentari serà la Llei de Pressupostos del 2026**, que el Govern ha insistit a presentar. Ja ha iniciat els primers tràmits —l'elaboració del quadre macroeconòmic i el seu enviament a l'autoritat fiscal independent, AIReF— i ha mostrat la seva voluntat de continuar avançant en la presentació dels objectius d'estabilitat pressupostària. A Extremadura, la presidenta de la comunitat ha convocat eleccions anticipades per al desembre del 2025, després que Vox i el PSOE s'aliessin per rebutjar la llei autonòmica de pressupostos. Les enquestes assenyalen que el Partit Popular es trobaria prop de la majoria absoluta.

2. Entorn macroeconòmic i financer

2.1. Entorn econòmic

En la seva actualització semestral de perspectives, l'FMI adverteix que l'impacte de l'augment del proteccionisme comercial i de la incertesa sobre l'activitat i els preus ha estat, de moment, limitat. Diversos factors hi han ajudat, com l'increment més baix d'aranzels del que s'esperava a l'abril, les mesures compensatòries, l'anticipació de compres per evitar els aranzels, els marges alts de les empreses i la caiguda del dòlar, que ha millorat les condicions financeres. Malgrat això, l'organisme subratlla que aquest impacte més baix no respon a una fortalesa subjacent i manté unes perspectives de desacceleració de l'activitat. En conseqüència, **les projeccions apunten a una lleugera moderació del creixement el 2025 i 2026, amb riscos esbiaixats cap a un possible pitjor comportament**. Pel que fa a les polítiques econòmiques, l'FMI assenyala que les mesures

d'estímul fiscal han contribuït a sostenir l'activitat, tot i que han incrementat els riscos en els mercats de deute públic sobirà.

Als Estats Units, el tancament del Govern (*shutdown*) ha impedit una lectura clara de la situació econòmica. Iniciat l'1 d'octubre, s'ha prolongat durant tot el mes i s'ha convertit en el segon més llarg de la història, només darrere del de trenta-quatre dies del 2018-2019, també sota la presidència de Trump. Durant el tancament, la publicació de dades oficials s'ha aturat o alentit, i el principal indicador difós va ser l'índex d'inflació del setembre, necessari per a l'ajust de pensions i altres beneficis socials. La inflació es va desaccelerar fins al 3,0 % interanual (ago25: 3,1 %) i es va situar per sota de les expectatives del consens d'analistes. Per la seva banda, els indicadors de confiança van mostrar una reculada en el sentiment del consumidor (Conference Board), condicionat pel deteriorament de les expectatives. En canvi, l'índex PMI avançat d'octubre va reflectir un augment de la confiança empresarial fins a 54,8 (set25: 53,9), amb un progrés més acusat en el sector serveis que en el manufacturer.

El creixement econòmic es modera a la Xina, encara que menys del previst. El PIB va augmentar un 4,8 % interanual el tercer trimestre del 2025 (2T25: 5,2 %), impulsat principalment pel sector industrial, que manté taxes positives de producció. Tot i això, la dada es va veure llastrada per la inversió, afectada per les fortes i sostingudes caigudes en el sector residencial a causa de la persistent sobreoferta i del descens dels preus immobiliaris al país. De manera preocupant, l'índex PMI de confiança del sector manufacturer va retrocedir l'agost fins a 49,0 (set25: 49,8), el seu nivell més baix des d'abril del 2025, amb caigudes en les principals categories: producció, noves comandes, exportacions i ocupació. D'altra banda, el Govern va presentar un avançament del pròxim pla quinquennal (2026-2030), de caràcter relativament continuista i centrat en la qualitat del creixement, incloent-hi la importància de les reformes i l'autosuficiència. El pla destaca la voluntat de duplicar la mida de l'economia entre el 2020 i el 2035, fet que implicaria un objectiu de creixement d'entre el 4 % i el 5 % fins al 2035.

El PIB de la zona euro va sorprendre a l'alça el tercer trimestre, amb un creixement del 0,2 % trimestral, encara que amb divergències entre països. França (+0,5 %) i els Països Baixos (+0,4 %) van registrar els avenços més importants, impulsats pel dinamisme de la despesa pública i la inversió. En canvi, a Alemanya l'activitat va romandre estancada (0,0 %), cosa que, juntament amb la revisió a la baixa dels trimestres anteriors, va situar el creixement interanual en el 0,3 %. Les declaracions d'alguns membres del Govern han moderat l'optimisme entorn del pla d'estímul fiscal, que s'hauria de començar a desplegar durant el quart trimestre, enmig de debats sobre la comptabilització de determinades partides que en qüestionen el sosteniment en el temps. Tot i això, persisteix la dualitat entre unes dades d'activitat febles i uns indicadors de confiança que continuen repuntant. Així, l'índex IFO de confiança empresarial va avançar lleugerament l'octubre, impulsat per la millora de les expectatives —que van assolir el nivell més alt des del febrer del 2022—, tot i una pitjor valoració de la situació actual. L'índex PMI també va repuntar amb força, encara que el corresponent al sector manufacturer es manté per sota del llindar de 50 punts, que marca els nivells compatibles amb l'expansió sectorial. Pel que fa a la inflació, es va moderar a l'octubre fins al 2,1 % interanual (set25: 2,2 %), mentre que la taxa subjacent va romandre una mica més elevada (2,4 %).

Espanya continua destacant en positiu dins la zona euro en registrar un creixement del PIB del 0,6 % el tercer trimestre, una lleugera desaceleració respecte al trimestre anterior (0,8 %). L'avanç es produeix en un context de menys empenta de les exportacions, però en què el dinamisme del consum continua impulsant les importacions. En qualsevol cas, la demanda interna manté el dinamisme, amb contribucions positives del consum privat, la inversió i la despesa pública. La creació d'ocupació continua sent robusta i lidera la zona euro després de sumar 119.500 llocs de treball durant el trimestre, encara que la taxa d'atur va repuntar lleugerament fins al 10,5 % (2T25: 10,3 %), condicionada per l'augment de la força laboral. Per la seva banda, la inflació va repuntar a l'octubre fins al 3,1 % interanual (set25: 3,0 %), el seu nivell més alt des del

juny del 2024, mentre que la taxa subjacent —que exclou aliments i energia— es va elevar fins al 2,5 % (set25: 2,4 %).

Taula 1. Quadre macroeconòmic

		Dades			Perspectives 2025
		Darrera dada	Fa 3 mesos	Fa 1 any	(FMI, abr-25)
Estats Units	**PIB** (%, interanual)	2,1	2,0	3,1	2,0
	IPC (%, interanual)	3,0	2,7	2,4	2,7
	Taxa d'atur (%)	4,3	4,2	4,2	4,2
Zona euro	**PIB** (%, interanual)	1,3	1,5	1,0	1,2
	IPC (%, interanual)	2,1	2,0	2,0	2,1
	Taxa d'atur (%)	6,3	6,4	6,3	6,4
Espanya	**PIB** (%, interanual)	2,8	3,0	3,6	2,9
	IPC (%, interanual)	2,5	2,3	2,5	2,4
	Taxa d'atur (%)	10,5	10,3	11,2	10,8

Font: Bloomberg i FMI.

2.2. Entorn financer

En l'àmbit financer, l'FMI destaca l'evolució sorprenentment favorable dels actius de risc, que en diversos casos han assolit nous màxims de valoració, així com el bon funcionament dels mercats financers. Tot això passa malgrat els canvis importants que s'estan produint en el sistema econòmic i financer global, cada vegada més fragmentat, amb nivells més elevats de deute públic i marcat per l'acumulació de desequilibris i vulnerabilitats en la intermediació financera no bancària.

D'altra banda, **l'OPA del BBVA sobre el Banc Sabadell va fracassar** després que només el 25,5 % dels accionistes del Banc Sabadell participessin en l'operació durant el període d'acceptació, iniciat el 8 de setembre i acabat a principis d'octubre. L'operació s'havia prolongat gairebé divuit mesos i fins i tot havia comptat amb una millora de l'oferta en un 10 % el 22 de setembre, juntament amb l'eliminació també de la contraprestació en efectiu prevista inicialment.

3. Mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

3.1. Bancs centrals

3.1.1. BCE

En la reunió d'octubre, el BCE va mantenir inalterat el tipus de dipòsit al 2,00 %, per tercera vegada consecutiva. En la roda de premsa posterior, la presidenta Christine Lagarde va reiterar que les decisions continuaran depenent de l'evolució econòmica i va subratllar que no hi ha cap compromís previ respecte a les següents reunions. Lagarde va insistir que l'economia es troba en "una bona posició", tot i que va mostrar una predisposició més gran que altres vegades a ajustar la seva postura si fos necessari.

El mercat no descompta retallades dels tipus de referència per part del BCE en la reunió d'octubre i ha reduït pràcticament a zero les expectatives de baixades del tipus rector el 2026, davant la probabilitat superior al 100 % que s'assignava a mitjan juliol.

3.1.2. Fed

En la reunió més recent, la Fed va retallar el seu tipus rector en 25 punts bàsics per segona vegada consecutiva i el va situar en el rang 3,75-4,00 %, d'acord amb les expectatives dels analistes i amb el que s'ha descomptat pels mercats financers. La votació del Comitè de Política Monetària va destacar per dos vots contraris a la decisió de la majoria. D'una banda, Stephen Miran, president del Consell d'Assessors Econòmics i aliat proper de Trump, va tornar a votar a

favor d'una retallada de 50 punts bàsics, coherent amb la visió expressada per Trump i altres membres del seu gabinet sobre la necessitat de tipus d'interès més baixos. En canvi, el president de la Fed de Kansas City, Jeffrey Schmid, va votar a favor de mantenir el tipus rector inalterat. **Pel que fa a la seva política de balanç, la Fed va decidir aturar la reducció del seu balanç (*quantitative tightening*, QT) a partir de l'1 de desembre**, en un context de creixents senyals de deteriorament de les condicions de liquiditat en els mercats de finançament col·lateralitzat (*repos*), citades pel mateix president de la Fed, Jerome Powell, en un discurs el 14 d'octubre. Aquesta decisió implica que la institució reinvertirà tots els venciments, tant de deute sobirà com de titulitzacions, en actius del Tresor.

Durant la roda de premsa posterior a la reunió, Powell va advertir que no s'ha de donar per fet una nova retallada del tipus rector el desembre. Va assenyalar que l'economia manté un ritme de creixement moderat, tot i que va alertar sobre la desacceleració en la millora del mercat laboral, que ha afegit riscos a la baixa els darrers mesos. Així mateix, va reconèixer la important divergència dins del Comitè de Política Monetària, amb alguns membres més preocupats per la desacceleració del mercat laboral i altres destacant que l'elevada inflació deixa poc marge per relaxar la política monetària.

L'administració Trump ha reduït a cinc el nombre de candidats finalistes per substituir Jerome Powell al capdavant de la Fed. Els seleccionats són els actuals governadors Christopher Waller i Michelle Bowman; l'exgovernador Kevin Warsh; el director del Consell Econòmic Nacional de la Casa Blanca, Kevin Hassett; i l'executiu de BlackRock, Rick Rieder. Entre ells, Warsh és considerat un dels principals favorits per la seva proximitat al president Trump. Durant la seva etapa com a governador de la Fed, va ser crític amb els programes de compra d'actius i partidari d'elevar el tipus rector. Més recentment, ha qüestionat les pujades de tipus adoptades els darrers anys per lluitar contra la inflació, una posició més alineada amb els objectius de l'actual administració Trump.

El mercat assigna una probabilitat relativament elevada a una retallada del tipus rector en la pròxima reunió de la Fed, prevista per al 10 de desembre, i la descompta amb certesa de cara a la trobada de gener del 2026. El mercat descompta fins a tres retallades de tipus fins a finals del 2026.

3.1.3. Altres bancs centrals

El Banc del Canadà va reduir el tipus rector en 25 punts bàsics, fins al 2,25 %, tot i que va assenyalar que aquesta decisió marca el final de l'actual cicle de retallades, que només reprendria en cas d'un canvi substancial en les perspectives econòmiques del país.

Per la seva banda, **el Banc del Japó va mantenir inalterat el tipus rector en el 0,50 %** i, per segona vegada consecutiva, dos governadors van discrepar de la decisió en advocar per un increment de fins a 25 punts bàsics, fins al 0,75 %. La inflació al Japó es va situar a l'octubre en el 2,8 % interanual, per sobre de l'objectiu del 2,0 % fixat pel banc central, nivell que el país ha superat durant més de tres anys.

Taula 2. Pròxims esdeveniments macrofinancers

Data	Reunió/Esdeveniment	Comentari
10 de desembre	Reunió de la Fed	Els mercats assignen una probabilitat elevada a una retallada del tipus rector de 25 punts bàsics.
18 de desembre	Reunió del BCE	No s'espera cap acció sobre el tipus rector.

3.2. Renda fixa

La rendibilitat del deute sobirà a curt termini ha estat subjecta a vaivens. Als Estats Units, va repuntar al tancament del mes després de les declaracions del president de la Fed en el seu discurs posterior a la reunió, en què va insistir que una retallada del tipus rector el desembre no es pot donar per fet. A Alemanya, en canvi, la rendibilitat de la referència a dos anys va retrocedir en un entorn en què, malgrat la millora dels índexs de confiança, les dades coincidents d'activitat apunten a la feblesa econòmica.

La rendibilitat del deute sobirà a llarg termini s'ha moderat tant als Estats Units com a Alemanya, en un context de preocupació per la desacceleració econòmica en les dues economies. El moviment va ser més acusat als Estats Units, possiblement per la incertesa més gran derivada del tancament del Govern federal i per una dada d'inflació d'octubre inferior a l'esperada. Les tensions comercials més grans amb la Xina durant la primera part del mes també van contribuir al descens de les rendibilitats, encara que l'acord assolit va permetre desfer parcialment el moviment de retrocés.

La prima de risc de França s'ha moderat després del repunt de setmanes i mesos anteriors, associat a la crisi política que va passar el país. Així, la prima de risc del bo francès a deu anys respecte a la referència alemanya es va situar per sota del llindar dels 80 punts bàsics. No obstant això, les rebaixes en la qualificació creditícia del deute sobirà del país gal han continuat. A l'octubre, l'agència S&P va rebaixar la nota d'AA- a A+, citant la incertesa encara elevada entorn de la consolidació de les finances públiques i l'alt nivell de deute públic del país.

La prima de risc d'Espanya continua marcant de nous mínims i se situa —en la referència a deu anys respecte a la seva contrapartida alemanya— molt a prop dels 50 punts bàsics, nivells no vistos des d'abans de la crisi financera internacional del 2008. Aquest comportament es produeix malgrat el repunt de la incertesa política domèstica, que podria tenir repercussions en la capacitat del Govern d'aprovar els pressupostos generals de l'Estat del 2026.

Els *spreads* de crèdit corporatiu en euros s'han mantingut relativament constants, amb un comportament una mica millor en els *spreads* d'alta qualitat creditícia (*investment grade*) respecte als de menys qualitat (*high yield*). En tots dos casos, reflecteix l'estabilitat dels resultats empresarials i l'evolució positiva d'altres actius financers, com ara la renda variable.

3.3. Divises i primeres matèries

El dòlar s'ha apreciat davant els seus principals encreuaments en un entorn de certa volatilitat. Aquesta evolució ha estat marcada per la incertesa sobre la situació econòmica als Estats Units i a Europa, les oscil·lacions en les tensions entre els Estats Units i la Xina i el discurs relativament alcista del president de la Fed, Powell, durant la reunió de la màxima autoritat monetària.

El preu del petroli ha estat subjecte a volatilitat i ha tancat el mes amb descensos. A la baixa hi van contribuir l'acord de pau a l'Orient Mitjà entre Israel i Hamàs —que va reduir les tensions a tota la regió—, el lleuger deteriorament de les perspectives d'activitat en algunes de les grans economies (Estats Units, Xina i Alemanya) i una oferta de cru que continua sent relativament àmplia. En sentit contrari, les sancions imposades pels Estats Units a les dues principals petrolieres russes van provocar augments puntuals del preu pel possible impacte sobre els fluxos procedents de Rússia cap a la Xina, l'Índia i altres països asiàtics.

El mercat del coure continua trobant suport en el dinamisme de la demanda i en els problemes d'oferta, que han mantingut el preu de la referència internacional prop dels màxims registrats des del 2022. Durant el mes, els problemes de producció d'una de les principals mines d'Indonèsia van continuar limitant l'oferta procedent del país. A més, l'aranzel del 50 % introduït pels Estats Units l'1 d'agost ha generat una distorsió entre la referència internacional (mercat de Londres) i la nord-americana (mercat de Chicago), amb un diferencial favorable a la primera entre el 10 % i el 15 %.

El preu de l'or ha registrat un moviment d'anada i tornada. La cotització va superar els 4.300 dòlars per unça, impulsada per les creixents expectatives de retallada del tipus rector als Estats Units, malgrat unes taxes d'inflació encara elevades i el tancament del Govern als Estats Units. Posteriorment, la sorpresa a la baixa en la dada d'inflació nord-americana i la distensió entre els Estats Units i la Xina van provocar una reculada fins a nivells propers als 4.000 dòlars per unça.

Taula 3. Evolució dels mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

	Darrera dada	Fa 1 mes		Des de l'1 de gener		Fa 1 any	
		Nivell	Canvi	Nivell	Canvi	Nivell	Canvi
BCE - Tipus de refinançament (%)	2,15	2,15	0,0	3,15	-100,0	3,40	-125,0
BCE - Tipus de dipòsit (%)	2,00	2,00	0,0	3,00	-100,0	3,25	-125,0
Euribor 3 mesos (%)	2,04	2,03	0,8	2,71	-67,4	3,06	-102,2
Euribor 12 mesos (%)	2,20	2,19	0,3	2,46	-26,4	2,55	-35,1
Alemanya: Bo 2 anys (%)	1,97	2,02	-5,1	2,08	-11,4	2,28	-31,3
Alemanya: Bo 10 anys (%)	2,63	2,71	-7,8	2,37	26,6	2,39	24,3
Espanya: Bo 2 anys (%)	2,05	2,11	-6,4	2,25	-20,7	2,55	-50,1
España: Bo 10 anys (%)	3,14	3,26	-11,4	3,06	8,2	3,10	4,8
Espanya: Prima de risc a 10 anys (pb)*	51,0	54,6	-3,6	69,4	-18,4	70,5	-19,5
França: Prima de risc a 10 anys (pb)*	78,80	82,30	-3,5	82,80	-4,0	73,60	5,2
Itàlia: Prima de risc a 10 anys (pb)*	75,10	82,30	-7,2	115,50	-40,4	126,20	-51,1
Fed - Banda baixa del tipus rector (%)	3,75	4,00	-25,0	4,25	-50,0	4,75	-100,0
Fed - Banda alta del tipus rector (%)	4,00	4,25	-25,0	4,50	-50,0	5,00	-100,0
Estats Units: Bo 2 anys (%)	3,58	3,58	0,8	4,24	-65,8	4,21	-62,1
Estats Units: Bo 10 anys (%)	4,10	4,12	-1,7	4,57	-46,6	4,38	-28,1
RF Corporativa EUR 3-5 anys *Investment grade* (pb)*	54,75	54,92	-0,2	57,65	-2,9	58,87	-4,1
RF Corporativa EUR 3-5 anys *High yield* (pb)*	265,97	258,35	7,6	313,06	-47,1	314,36	-48,4
Dòlars per euro	1,154	1,174	-1,72%	1,035	11,45%	1,088	6,09%
Lliures esterlines per euro	0,878	0,871	0,77%	0,827	6,08%	0,840	4,55%
Iens per euro	178,0	173,2	2,75%	162,8	9,32%	165,5	7,54%
Dòlar (tipus de canvi efectiu)	99,7	97,7	2,05%	108,5	-8,07%	105,3	-5,25%
Brent (dòlars per barril)	65,2	64,5	1,07%	74,6	-12,62%	73,1	-10,78%
Or (dòlars per unça)	4021,2	3886,5	3,46%	2624,5	53,22%	2736,5	46,94%

* pb fa referència a punts bàsics, equivalents a 0,01%

Font: Bloomberg.

3.4. Mercats de renda variable

La Reserva Federal va decidir retallar novament el seu tipus rector en la reunió d'octubre i aturar la reducció del seu balanç a partir de l'1 de desembre. Aquestes mesures van consolidar el to acomodatici de les polítiques monetàries i continuen donant suport als actius de risc, malgrat les seves valoracions exigents. En aquest context, el saldo agregat dels mercats de renda variable va ser positiu a l'octubre, amb alces generalitzades entre el 2 % i el 5 %. Aproximadament, el 60 % dels mercats borsaris van assolir màxims durant aquest mes, el percentatge més alt dels darrers dos anys i el doble que al tancament de l'estiu. Entre els mercats que van superar màxims destaquen els Estats Units, el Japó, el Regne Unit i Alemanya. Per factors o temàtiques, encara que la revaloració va ser força àmplia, van sobresortir clarament les pujades en el sector de semiconductors —com ja va passar el mes anterior—, així com en els valors vinculats a l'energia solar i la intel·ligència artificial.

De manera més general, la temporada de resultats corresponent al 3T25 ha començat amb força i les primeres dades superen les baixes expectatives inicials. Fins ara, tant als Estats Units com a Europa, els beneficis empresarials se situen per sobre del consens, tant en una base equiponderada com ponderada per capitalització borsària. Aquest comportament contrasta amb les febles previsions de creixement del benefici per acció (BPA) amb què les dues regions iniciaven la temporada. Entre les empreses que ja han publicat resultats —encara un percentatge relativament reduït—, la proporció d'incompliments significatius respecte al consens ha estat baixa, especialment a Europa, on es registra la taxa més baixa de resultats per sota de les previsions des del 2009. Paral·lelament, els resultats superiors a les expectatives han estat recompensats més del que és habitual, mentre que, per contra, els inferiors no han estat especialment penalitzats, una diferència respecte a la primera part de l'any, quan les decepcions van ser notablement castigades. Com sol passar, es preveu que la reacció mitjana del preu de les accions davant de desviacions en els resultats respecte a les expectatives es moderi a mesura que avanci la temporada.

Pel que fa al posicionament dels inversors, l'inici de la temporada de resultats i, amb això, la finalització dels períodes de "silenci corporatiu" de les companyies i de *blackout* de recompres d'accions, ha retornat al mercat el comprador corporatiu, aportant un flux sistemàtic de demanda d'accions molt important. Per la seva banda, l'inversor particular continua contribuint a catalitzar les pujades del mercat, amb un saldo comprador clarament positiu. Així, l'agost, el setembre i l'octubre del 2025 van registrar la proporció mensual més elevada de compres al detall des del 2019, amb un rècord el setembre d'aproximadament 3.000 milions de dòlars en un sol dia. Des del mínim de l'S&P 500 assolit el 8 d'abril, els inversors particulars han invertit al voltant de 292.000 milions de dòlars, més que en qualsevol any complet entre el 2019 i el 2024. En termes estadístics, el desequilibri entre compres i vendes al detall mostra actualment una correlació del 70 % amb els rendiments de l'S&P 500 des de mitjan 2021, un senyal clar que els fluxos minoristes estan impulsant el mercat. Aquestes dades contrasten amb la cautela dels inversors professionals, els indicadors de posicionament dels quals, malgrat haver experimentat un lleuger increment en les últimes dates, es mantenen en nivells neutrals en un context agregat. En perspectiva dels darrers 10-15 anys, això deixa un marge significatiu per incrementar les exposicions netes.

Taula 4. Evolució dels mercats de renda variable

	Darrera dada	Fa 1 mes		Des de l'1 de gener		Fa 1 any	
		Nivell	Canvi	Nivell	Canvi	Nivell	Canvi
Euro Stoxx 50 (Europa)	5662,04	5651,71	0,18%	4895,98	15,65%	4877,75	16,08%
IBEX 35 (Espanya)	16032,60	15585,10	2,87%	11595,00	38,27%	11843,00	35,38%
DAX (Alemanya)	23958,30	24378,80	-1,72%	19909,14	20,34%	19254,97	24,43%
CAC (França)	8121,07	8081,54	0,49%	7380,74	10,03%	7409,11	9,61%
FTSE MIB (Itàlia)	43175,32	43258,11	-0,19%	34186,18	26,29%	34676,17	24,51%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	47562,87	46758,28	1,72%	42544,22	11,80%	42052,19	13,10%
S&P 500 (Estats Units)	6840,20	6715,79	1,85%	5881,63	16,30%	5728,80	19,40%
NASDAQ (Estats Units)	25858,13	24785,52	4,33%	21012,17	23,06%	20033,14	29,08%
Russell 2000 (Estats Units)	2479,38	2476,18	0,13%	2230,16	11,18%	2210,13	12,18%
Nikkei 225 (Japó)	52411,34	45769,50	14,51%	39894,54	31,37%	38053,67	37,73%
Hang Seng (Hong Kong)	9272,92	9658,34	-3,99%	7289,89	27,20%	7342,66	26,29%

Font: Bloomberg.

Taula 5. Evolució sectorial dels principals índexs de renda variable des del darrer informe

IBEX 35 (Espanya)	
Information Technology	24,8%
Utilities	5,7%
Industrials	4,4%
Energy	2,1%
Real Estate	1,9%
Financials	1,0%
Consumer Staples	-1,5%
Consumer Discretionary	-1,5%
Communication Services	-4,9%
Materials	-5,2%
Health Care	-14,0%

EURO STOXX 50 (Europa)	
Health Care	6,5%
Utilities	5,4%
Information Technology	3,1%
Energy	2,8%
Consumer Discretionary	2,6%
Consumer Staples	0,2%
Industrials	-0,2%
Financials	-2,8%
Materials	-4,9%
Communication Services	-9,4%

DOW JONES (Estats Units)	
Information Technology	6,2%
Communication Services	3,6%
Consumer Discretionary	2,2%
Industrials	1,9%
Health Care	1,5%
Utilities	1,3%
Energy	-1,1%
Financials	-1,2%
Real Estate	-1,9%
Consumer Staples	-1,9%
Materials	-3,5%

Font: Bloomberg.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense previ avís. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar com un indicador fiable de possibles resultats futurs ni com una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts durant l'exercici econòmic pel Grup CAIXA ENGINYERS, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestedat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès del soci/sòcia i de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiqui els socis/sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operatòria personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

© Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crèdit. Tots els drets reservats.