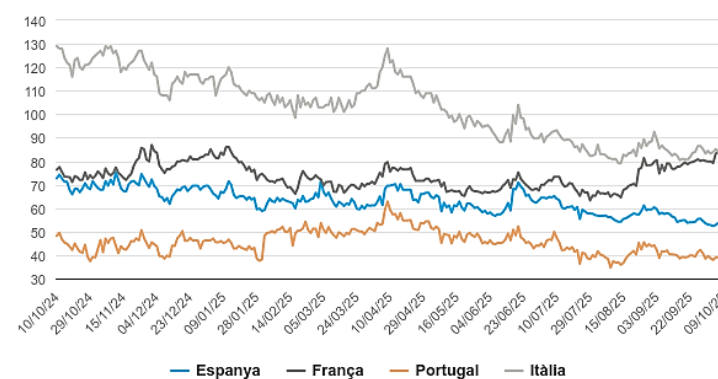


## Economia internacional

**El sector industrial alemany segueix en un moment delicat.** La producció manufacturera va retrocedir a l'agost un 5,5% intermensual, una caiguda molt més acusada del que s'esperava. Totes les branques d'activitat van patir caigudes més o menys inflades, destacant el descens del 18,5% de la producció de cotxes o la caiguda del 10,3% de la producció farmacèutica, dos dels sectors més exposats al mercat estatunidenc. El retrocés d'agost més que compensa l'augment d'activitat que es va produir pel motiu «anticipació» a l'entrada en vigor dels aranzels i situa el nivell de la producció manufacturera un 2,5% per sota del seu nivell a tancament de 2024. No sembla factible un canvi substancial de tendència a curt termini. Les comandes industrials van caure a l'agost, per quart mes consecutiu, un 0,8% intermensual, que acusa, principalment, el retrocés de les comandes estrangeres (-4,1%), ja que les comandes internes van aconseguir pujar (+4,7%). Aquesta feblesa de la demanda externa es veu reflectida també en la nova caiguda de les exportacions a l'agost (-0,5% intermensual), que les situa en els nivells d'inici d'any, si bé el notable descens de les importacions (-1,3%) permet que el superàvit comercial s'ampliï en 800 milions d'euros, fins als 17.170 milions d'euros, un 20% per sota de fa un any.

### Zona de l'euro: primes de risc perifèriques a 10 anys

Punts bàsics



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

**S'agreuja la crisi política a França.** La dimissió del primer ministre Lecornu, menys d'un mes després del seu nomenament, va tornar a elevar la incertesa política al país veí, a mesura que la possibilitat d'un avançament electoral anava en augment. No obstant això, el primer ministre sortint sembla que ha aconseguit consens polític suficient per tirar endavant els pressupostos del 2026, la qual cosa facilita que Macron nomeni un nou primer ministre avui, dia 10, per continuar avançant en les negociacions. Tots els partits polítics estan d'acord en el fet que el dèficit fiscal hauria de reduir-se fins a un 4,7%-5,0% del PIB el 2026 (5,4% previst per a enguany), però per aconseguir assolir aquest consens s'ha posat sobre la taula la possibilitat de suspendre la reforma de les pensions adoptada per Macron el 2023, que, entre altres, elevava l'edat de jubilació dos anys, fins als 64. El cost d'aquesta mesura podria pujar a uns 3.000-5.000 milions d'euros a l'any fins al 2027, la qual cosa obligaria a trobar altres vies per compensar-ho i poder complir amb el compromís de reducció fiscal anunciat.

**El shutdown als EUA ens deixa sense xifres oficials i l'ISM de serveis s'afebleix.** Pel tancament del Govern als EUA, la publicació de dades econòmiques oficials s'ha vist interrompuda: no es van publicar ni l'informe d'ocupació de setembre ni la balança comercial d'agost. En aquest context, l'indicador més rellevant conegut ha estat l'ISM de serveis, que va mostrar senyals mixtos. L'indicador general va caure a 50,0 al setembre, des del 52 del mes d'agost, afectat per descensos en els components d'activitat empresarial (49,9) i noves comandes (50,4), parcialment compensats per un lleu repunt en l'ocupació (47,2). Tot i que la lectura suggereix un refredament del sector, altres indicadors, com els *nowcasts* de diferents Fed regionals, continuen apuntant a un creixement dinàmic en el 3T, entre el 0,6% i el 0,9% intertrimestral. No obstant això, una altra preocupació per a la Fed prové del component de preus pagats, que va pujar 0,2, fins a 69,4, i apunta a pressions persistents sobre la inflació. Així i tot, alguns enquestats van assenyalar una certa estabilització de costos i normalitat en les cadenes de subministrament, la qual cosa podria moderar els riscos inflacionaris si aquesta tendència es consolida en els pròxims mesos.

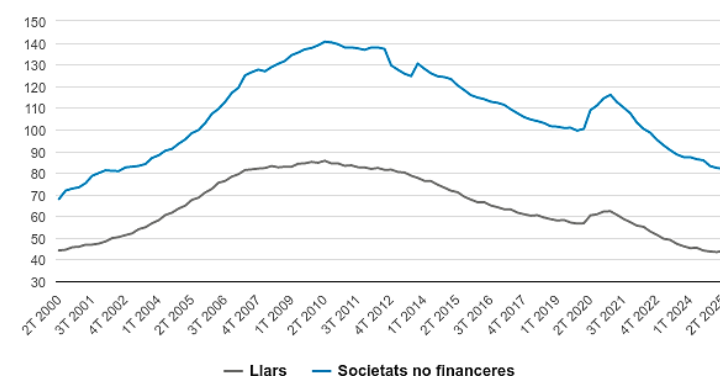
## Economia espanyola

**Lectures modestes dels indicadors d'activitat d'Espanya a l'agost.** L'índex de producció industrial es va mantenir pràcticament estancat a l'agost, amb un retrocés mínim del 0,1% intermensual. En termes interanuals, no obstant això, la taxa va accelerar 0,7 p. p. fins al 3,4%. Per part seva, les vendes interiors de les grans empreses, deflactades i corregides de variacions estacionals i de calendari, van retrocedir un 0,6% intermensual. Per destins de les vendes (consum, béns de capital o intermedis), les vendes a consum van avançar amb força un 2,0% intermensual, però aquest avanç va ser contrarestat pel retrocés de les vendes de béns de capital, del 9,0% intermensual. En termes interanuals, la taxa va retrocedir 1,1 p. p. fins al 3,2%.

**Lleu augment del deute de les llars en percentatge del PIB i lleugera reducció per a les empreses a Espanya.** En el 2T 2025, el deute de les societats no financeres (en termes nominals i sense consolidar) va augmentar en 11.580 milions d'euros respecte al 1T, mentre que el deute de les llars es va incrementar en 19.200 milions d'euros. En percentatge de PIB, el deute de les llars ha augmentat, mentre que per a les empreses ha descendit. Així, el deute de les empreses es va situar en el 81,8% del PIB en el 2T 2025, 0,4 p. p. menys que en el 1T 2025, i nivells similars als de la segona meitat del 2002. Per part seva, el deute de les llars es va situar en el 44,0% del PIB, +0,6 p. p. respecte al 1T 2025 i un nivell similar al de mitjan 2000. Les ràtios de deute sobre el PIB a Espanya es mantenen molt per sota de la mitjana de la zona de l'euro: -22,8 p. p. per a empreses i -6,9 p. p. per a llars. Els actius financers de les llars han augmentat en 90.769 milions d'euros en el 2T 2025 (49.550 milions per adquisicions netes i 41.200 per efectes de revaloració), fins a situar-se en el 200,6% del PIB (197,7% en el 1T 2025).

### Espanya: deute del sector privat

(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.

## Mercats financers

**Els mercats financers van tancar la setmana amb to mixt**, en un entorn marcat per la falta de referències oficials als EUA pel tancament governamental, la persistent incertesa política a França i cert alleujament de les tensions geopolítiques a l'Orient Pròxim. En renda fixa, els tipus sobirans van repuntar lleugerament als EUA, en una setmana en què les actes del FOMC de setembre van mostrar un to més *hawkish* del que s'esperava: amb una majoria de membres que veuria apropiades enguany noves retallades per la feblesa del mercat laboral, però que igualment van emfatitzar els riscos a l'alça en les seves previsions d'inflació. A la zona de l'euro, els bons sobirans a 10 anys es van mantenir estables, així com les primes perifèriques, després d'un lleu repunt de la prima francesa pel col·lapse prematur del nou gabinet de Govern. Aquest moviment es va revertir a finals de setmana per les notícies d'un possible acord per aprovar els pressupostos. En renda variable, to mixt a Europa, amb guanys del DAX i el PSI-20; mentre que als EUA el Nasdaq va registrar els majors avanços. Va destacar també l'avanç del Nikkei japonès, que va contrastar amb la feblesa del ien, en un moviment motivat pel nomenament d'una nova líder en el principal partit de la coalició de Govern, que, de convertir-se en primera ministra, s'espera escamenti una major despesa fiscal, amb el que això pot suposar per al creixement econòmic i la sostenibilitat del deute del país. En el mercat de divises, també l'euro es va

afeblir enfront del dòlar, afectat per la caiguda de les dades de producció industrial i exportacions d'Alemanya, i per la incertesa política francesa. En matèries primeres, repunt del petroli, després de l'acord de l'OPEP+ d'un modest increment en la producció, que redueix els temors de sobreoferta, mentre que l'or va estendre lleument el seu ja prolongat repunt.















**El BCE posa en valor l'opció d'esperar.** Després de no tocar els tipus d'interès en la seva última reunió de setembre (el *depo* es troba en el 2,00% des del juny), el BCE ha reforçat la seva intenció de no comprometre's amb cap via futura per als tipus i prendre decisions «reunió a reunió» i «segons marqui l'evolució de les dades». Les actes de la reunió, publicades aquesta setmana, recullen com aquesta estratègia està influenciada per la incertesa de l'entorn. Encara que a les actes es reflecteix una visió una mica més positiva de l'escenari per a l'economia de la zona de l'euro, i s'hi destaca la resiliència de la demanda domèstica, una inflació en l'objectiu i una millora en el balanç de riscos, també es remarca que l'entorn comercial global continua sent volàtil. És més, les actes ressalten la dificultat de quantificar la probabilitat i l'impacte de molts dels riscos i assenyalen que encara es trigarà un temps a poder visualitzar i aclarir els efectes econòmics dels aranzels fixats pels EUA en els seus acords comercials. En aquest context, diversos membres veuen un predomini dels riscos baixistes sobre la inflació (apreciació de l'euro, tensions comercials, incertesa, redirecció del comerç de la Xina, etc.), mentre que alguns altres defensen la prevalença dels riscos alcistes (resiliència de l'economia, disrupció de les xarxes de producció globals pels aranzels, fragmentació de les cadenes de subministrament, pressions inflacionistes als EUA, expansió fiscal a Europa, etc.). Amb aquesta mescla de resiliència en les dades d'activitat i d'incertesa, les actes indiquen que el BCE «no veu una pressió immediata per modificar els tipus d'interès» i, tot i que també recullen la visió que l'escenari actual «probablement canviarà materialment en algun moment», assenyalen que és difícil saber quan i en quina direcció, per la qual cosa es reitera «el valor de l'opció d'esperar». Amb aquests missatges, tot continua apuntant al fet que el BCE no modificarà els tipus en els pròxims mesos, i els mercats cotitzen una probabilitat superior al 90% al fet que el tipus d'interès *depo* segueixi en el 2,00% en les pròximes reunions del 30 d'octubre i 18 de desembre.

**Les actes de la Fed evidencien les divisions en el FOMC.** Les actes de la reunió del FOMC del 16-17 de setembre reflecteixen la preocupació continuada de la Reserva Federal per la inflació, tot i que va decidir retallar els tipus d'interès per mitigar riscos creixents en el mercat laboral. Els participants van coincidir que els riscos a la baixa per a l'ocupació havien augmentat i requerien un ajust en la política monetària. No obstant això, alguns membres van considerar apropiat mantenir la taxa de fons federals i mostrar cautela davant una possible relaxació excessiva. El Comitè va destacar senyals de refredament en l'ocupació, com la concentració del creixement laboral en pocs sectors i la menor rotació laboral, la qual cosa podria indicar una desacceleració més àmplia. En conjunt, les discussions suggereixen disposició a aplicar algunes retallades addicionals com a mesura de «seguretat», però amb uns certs membres encara reticents a més canvis. A més, es va abordar l'evolució del balanç de la Fed: es va assenyalat la necessitat de vigilar els nivells de reserves bancàries, que podrien caure a uns 2,8 bilions de dòlars cap al 1T 2026 (des del màxim de 4,2 bilions que van aconseguir entre el 2021 i el 2022), la qual cosa marcaria la possible fi de la reducció del balanç. En general, el to va ser prudent i es va posar èmfasi en el fet d'equilibrar els riscos d'inflació i ocupació.

		9-10-25	3-10-25	Var. setmanal	Acumulat 2025	Var. interanual
<b>Tipus</b>		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	2,03	2,02	0	-69	-116
	EUA (Libor)	3,93	3,94	-1	-38	-73
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	2,21	2,22	-2	-25	-58
	EUA (Libor)	3,60	3,58	+2	-58	-55
Tipus 2 anys	Alemanya	2,00	2,02	-2	-8	-23
	EUA	3,59	3,58	+1	-65	-37
Tipus 10 anys	Alemanya	2,70	2,70	0	33	44
	EUA	4,14	4,12	2	-43	8
	Espanya	3,24	3,23	1	18	25
	Portugal	3,10	3,09	1	25	34
Prima de risc (10 anys)	Espanya	54	53	1	-15	-19
	Portugal	40	39	0	-8	-10
<b>Renda variable</b>		(percentatge)				
S&P 500		6.735	6.716	0,3%	14,5%	16,5%
Euro Stoxx 50		5.626	5.652	-0,5%	14,9%	13,2%
IBEX 35		15.585	15.585	0,0%	35,1%	33,7%
PSI 20		8.230	8.115	1,4%	29,1%	23,1%
MSCI emergents		1.376	1.374	0,1%	27,9%	18,9%
<b>Divises</b>		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,156	1,174	-1,5%	11,7%	5,8%
EUR/GBP	lliures per euro	0,869	0,871	-0,2%	5,1%	3,8%
USD/CNY	yuans per dòlar	7,130	7,122	0,1%	-2,3%	0,8%
USD/MXN	peso per dòlar	18,394	18,399	0,0%	-11,7%	-5,5%
<b>Matèries Primeres</b>		(percentatge)				
Índex global		105,7	105,4	0,3%	7,0%	5,1%
Brent a un mes	\$/barril	65,2	64,5	1,1%	-12,6%	-17,9%
Gas n. a un mes	€/MWh	32,4	31,4	2,9%	-33,8%	-19,7%

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

## Dades previstes del 13 al 19 d'octubre del 2025

Data	País	Indicador	Període	Previsió	Última dada	
13		Xina	Comerç internacional	Setembre	-	-
14		Alemanya	Sentiment econòmic ZEW	Octubre	-	37,3
		Alemanya	IPC (interanual)	Setembre	2,4%	2,4%
15		Espanya	IPC (interanual)	Setembre	-	2,9%
		Zona euro	Producció industrial (interanual)	Agost	0,0%	1,8%
		França	IPC (interanual)	Setembre	-	1,2%
		EUA	IPC (interanual)	Setembre	3,1%	2,9%
16		EUA	Beige Book	Octubre	-	-
		Japó	Producció industrial (interanual)	Agost	-	-1,3%
		China	IPC (interanual)	Setembre	-0,2%	-0,4%
17		Itàlia	IPC (interanual)	Setembre	-	1,8%
		EUA	Vendes al detall (mensual)	Setembre	0,4%	0,6%
17		Zona euro	IPC (interanual)	Setembre	2,2%	2,2%
		EUA	Producció industrial (mensual)	Setembre	0,0%	0,1%

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