

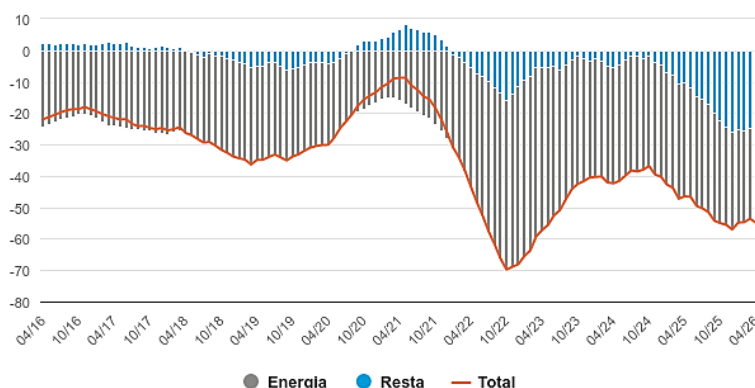
Economia espanyola

La producció del sector terciari a Espanya va mantenir un ritme d'avanç estable al maig. L'índex de producció del sector serveis va avançar un 1,9% interanual al maig, un ritme similar al del mes anterior (2,2%). En la mitjana d'abril i maig l'índex va créixer un 0,6% enfront de la mitjana del 1T, la qual cosa apunta a un bon comportament del sector en el 2T.

Les importacions espanyoles creixen amb força al maig i amplien el dèficit comercial. Les importacions de béns van augmentar un 14,4% interanual, impulsades principalment pels productes energètics, que van aportar 8,3 p. p. al creixement total, en un context de fort encariment de l'energia pel conflicte entre els EUA i l'Iran. En canvi, les exportacions van retrocedir un 0,9%. En conseqüència, el dèficit comercial es va elevar fins als 8.245 milions d'euros, enfront dels 2.543 milions del maig del 2025. En l'acumulat del gener al maig, les importacions van créixer un 3,1%, per sobre de l'1,3% de les exportacions, i el dèficit va aconseguir els 25.094 milions d'euros (-21.525 milions en el mateix període de l'any anterior).

Espanya: saldo comercial exterior de béns

Dades acumulades en 12 mesos (milers de milions d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes.

La morositat s'estabilitza en mínims des del 2008. La taxa de morositat es va situar en el 2,59% al maig, 4 p. b. per sota del mes anterior. Aquesta evolució reflecteix la reducció del saldo dubtós (-398 milions d'euros) en un context de creixement del crèdit. En termes interanuals, la morositat va disminuir 52 p. b., impulsada per una caiguda de l'estoc de dubtosos de 5.279 milions d'euros (equivalent a 44 p. b. de la caiguda total), consolidant una trajectòria sostinguda de millora de la qualitat creditícia.

Economia internacional

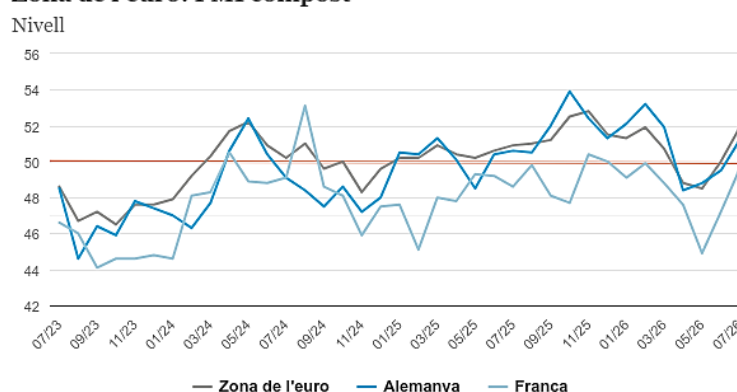
Trump anuncia nous aranzels. A partir del 24 de juliol del 2026, l'Administració Trump substituirà l'aranzel temporal general del 10% per nous aranzels entre el 10% i el 12,5% a uns 60 socis comercials, que en la pràctica cobreixen gairebé totes les importacions nord-americanes. La justificació oficial és combatre les cadenes de subministrament vinculades al treball forçós, però en la pràctica no és més que substituir l'aranzel transitori del 10% per un esquema de recàrrecs diferenciats per països i amb algunes exempcions per productes sensibles o sense alternativa nacional. Tot i que els detalls finals encara estan pendents de publicar, la mesura torna a introduir soroll en el comerç internacional i afegeix pressió sobre els costos d'importació, els preus al consum i els marges de les empreses, en un context ja tensionat pel conflicte al Pròxim Orient.

Per a la UE, l'impacte immediat sembla relativament contingut. Les seves exportacions quedarien subjectes, en general, a un aranzel màxim del 10%, per sota del 12,5% que afrontaran molts altres països, i el disseny del nou sistema evitaria que diversos productes europeus ja gravats suportin un recàrrec addicional. Això situa Europa en una posició una mica més favorable que la d'altres competidors i limita, ara com ara, el cop directe sobre les seves vendes als EUA. Així i tot, Brussel·les ha qualificat la mesura d'injustificada i manté una posició prudent: la tolerarà mentre no superi el llindar del 15% previst en l'acord comercial bilateral. Segons les nostres estimacions, l'aranzel efectiu suportat per la UE abans d'aquests anuncis se situava per sota del 10%.

Addicionalment, ja ha entrat en vigor l'aranzel del 25% a bona part de les importacions del Brasil i l'aranzel del 50% a uns certs productes procedents del Canadà, que representen al voltant del 5% del total de les importacions canadenques.

La activitat va millorar a la zona de l'euro durant el període de treva al Pròxim Orient. De fet, el PMI per a la zona de l'euro va pujar al juliol 1,9 punts, fins a 51,9, reafirmant-se en nivells compatibles amb creixements positius de l'activitat (per sobre de 50), però encara modestos. La millora més significativa es registra als serveis (+2,2 punts, fins a 51,6) i, en menor mesura, a les manufactures (+0,6 punts, fins a 52,0). Per països, Alemanya augmenta la seva activitat (+1,7 punts, fins a 51,2), gràcies a l'embranchida tant de serveis com de manufactures, mentre que a França (+2,4 punts, fins a 49,6) la millora s'explica únicament pels serveis. És bastant probable que la millora en l'activitat que reflecteixen els PMI sigui transitòria i que, a curt termini, vegem un nou refredament de l'activitat, atès l'augment d'incertesa per la recrudescència del conflicte al Pròxim Orient i el notable encariment que torna a acumular l'energia.

Zona de l'euro: PMI compost



Nota: Les dades del darrer mes corresponen a l'estimació flash.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

L'activitat industrial dels EUA es frena en el tancament del 2T. De fet, la producció manufacturera encadena, al juny, dos mesos creixent un modest 0,1% intermensual, si bé el balanç per al 2T és força positiu (4,7% anualitzat vs. 1,9% en el 1T) gràcies a l'embranchida que les branques més vinculades al cicle inversor en IA van mostrar al març. Precisament, la fortalesa que s'anticipa per a la inversió en tecnologia continuarà impulsant l'activitat en la indústria, però la moderació que ja s'observa en els principals indicadors de clima industrial i el nou repunt dels preus energètics aconsellen matisar aquest optimisme i apunten a una evolució més continguda de l'activitat els pròxims mesos.

Mercats financers

El BCE manté els tipus i trasllada la pressió a les dades. En la seva reunió del 23 de juliol, el BCE va deixar el tipus d'interès *depo* en el 2,25%, en una decisió que va ser unànime, però davant la qual també es va discutir sobre la conveniència de pujar tipus. El BCE va presentar una descripció equilibrada de la situació, destacant en positiu les últimes dades d'activitat i inflació i recalcant que el conflicte al Pròxim Orient genera molta incertesa i deixa un balanç de riscos negatiu (amb amenaça de major inflació i menor creixement). En aquest context, el BCE va reiterar el seu compromís amb l'estratègia de «prendre decisions reunió a reunió i segons l'evolució de les dades», sense donar orientació sobre l'evolució futura de la seva política monetària i rebutjant comprometre's amb cap senda de tipus d'interès. Amb tot, la roda de premsa de Lagarde posterior a la reunió va tenir un cert «*crescendo hawkish*», en suggerir escepticisme amb un escenari en què el conflicte es canalitzi ràpidament i sostingudament i, a més, ressaltar la «bona capacitat d'interpretació dels mercats financers», alguna cosa que pot entendre's com una validació implícita de les cotitzacions financeres (que donen un 90% de probabilitat al fet que el BCE pugi el *depo* al 2,50% al setembre) (vegeu la [Nota Breve](#)).

La Fed mantindrà la pausa al juliol entre millors dades i renovats riscos inflacionistes. Esperem que la Fed mantingui els tipus en el 3,50%-3,75% en la seva reunió del 28 i 29 de juliol. Tot i que el mercat cotitza una certa probabilitat de pujada ja al juliol, les dades des del juny han reduït pressió sobre la Fed per pujar tipus. L'IPC va sorprendre clarament a la baixa (i no només per l'energia), el mercat laboral es va desaccelerar lleugerament i el consum no mostra una acceleració que obligui a una resposta preventiva. Aquesta combinació no exigeix ja un enduriment monetari, però tampoc permet parlar encara de baixades de tipus, com succeïa abans de la guerra a l'Iran. Paral·lelament, la reobertura d'hostilitats al Pròxim Orient aconsella cautela a una Fed que no sembla tenir massa urgència per moure fitxa, malgrat el biaix *hawkish* dels seus membres les últimes setmanes. L'interès se centrarà en com Warsh interpreta les dades d'IPC, ocupació i activitat i en si modera o no el biaix *hawkish* de la seva primera reunió. El més probable és que llanci un missatge de pausa amb biaix vigilant: la Fed segurament reconeix la recent millora en les dades d'inflació, alhora que insisteix que necessita més evidència per confirmar que el xoc inflacionista no s'estén entre les diverses partides, sobretot, després de les renovades tensions bèl·liques a l'estret d'Ormuz. Els mercats continuen descomptant dues pujades de tipus els pròxims 12 mesos, ja que, fins i tot en els escenaris benignes, la inflació trigarà a convergir cap a nivells plenament compatibles amb l'objectiu de la Fed (vegeu la [Nota Breve](#)).

La recrudescència de les tensions al Pròxim Orient va retornar la inflació al focus inversor. El fort repunt dels preus energètics, amb el Brent superant els 100 dòlars per barril i el gas natural TTF registrant també intensos avanços (especialment acusats en els futurs per a la temporada hivernal) va elevar les expectatives d'inflació a la zona de l'euro i va portar als inversors a revisar a l'alça la senda prevista dels tipus d'interès del BCE i la Fed. Com ja hem assenyalat a la secció anterior, el BCE va deixar els tipus sense canvis, deixant la porta oberta a una pujada al setembre, tal com ja cotitzaven els tipus implícits del mercat monetari. Als EUA, el mercat també va endurir les seves expectatives per a la Fed, avivat per les declaracions *hawkish* de diversos membres del FOMC durant la setmana. En aquest context, les corbes sobiranes d'Alemanya i els EUA es van desplaçar a l'alça (amb major intensitat als EUA) i els seus pendents es van aplanar per un major repunt dels trams curts. A la zona de l'euro, les primes perifèriques es van ampliar lleugerament. Aquests moviments en els tipus d'interès van afavorir el dòlar, que es va apreciar enfront dels seus principals parells, inclòs l'euro, que es va veure penalitzat per la deterioració que indueix l'encariment energètic en els termes d'intercanvi de la zona de l'euro i en les seves perspectives de creixement. La renda variable va tancar la setmana amb descensos en la majoria dels índexs nacionals d'Europa i els EUA. Allí, les grans companyies tecnològiques van patir una significativa correcció, llastades tant per l'augment dels tipus d'interès com pels dubtes sobre la rendibilitat futura de les seves grans inversions lligades a la IA. Per contra, els sectors vinculats a l'energia van avançar amb força. A Europa, les pèrdues van ser més contingudes i l'IBEX 35 va tornar a destacar per la seva fortalesa relativa.

		23-7-26	17-7-26	Var. setmanal	Acumulat 2026	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	2,47	2,48	-1	45	52
	EUA (Libor)	3,78	3,73	+5	13	-53
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	2,95	2,87	+7	70	91
	EUA (Libor)	4,07	3,99	+8	65	10
Tipus 2 anys	Alemanya	2,89	2,79	+10	77	96
	EUA	4,35	4,18	+17	88	43
Tipus 10 anys	Alemanya	3,20	3,13	7	35	50
	EUA	4,69	4,55	14	52	29
	Espanya	3,67	3,59	9	39	37
	Portugal	3,57	3,49	9	42	44
Prima de risc (10 anys)	Espanya	47	46	1	4	-13
	Portugal	37	36	1	8	-6
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		7.408	7.458	-0,7%	8,2%	16,4%
Euro Stoxx 50		6.210	6.231	-0,3%	7,2%	16,0%
IBEX 35		19.267	19.217	0,3%	11,0%	35,1%
PSI 20		9.253	9.062	2,1%	12,0%	19,6%
MSCI emergents		1.672	1.621	3,2%	19,0%	31,9%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,138	1,144	-0,5%	-3,1%	-3,2%
EUR/GBP	lliures per euro	0,855	0,850	0,5%	-2,0%	-1,8%
USD/CNY	yuans per dòlar	6,777	6,776	0,0%	-3,0%	-5,3%
USD/MXN	peso per dòlar	17,521	17,527	0,0%	-2,7%	-5,5%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		136,3	131,4	3,7%	24,2%	30,7%
Brent a un mes	\$/barril	100,7	88,1	14,3%	65,5%	45,5%
Gas n. a un mes	€/MWh	61,9	57,4	7,8%	119,8%	91,3%

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

Dades previstes del 27 de juliol al 2 d'agost del 2026

Data	País	Indicador	Període	Previsió	Última dada	
27		Alemanya	Ifo sentiment empresarial	Juliol	-	85,6
28		Espanya	EPA	2T	-	-
		Espanya	Vendes al detall (interanual)	Juny	-	1,3%
		EUA	Confiança del consumidor	Juliol	92,0	91,2
		EUA	Case-shiller (interanual)	Maig	-	1,14%
		Alemanya	Avanç del PIB (interanual)	2T	-	0,4%
30		Espanya	Avanç del PIB (interanual)	2T	-	2,7%
		Espanya	Avanç de l'IPC (interanual)	Juliol	-	3,2%
		Zona euro	Avanç del PIB (interanual)	2T	-	0,3%
		Zona euro	Índex de sentiment econòmic	Juliol	-	95,0
		Zona euro	Atur	Juny	-	6,2%
		Alemanya	Avanç de l'IPC (interanual)	Juliol	-	2,3%
		França	Avanç del PIB (interanual)	2T	-	0,9%
		Itàlia	Avanç del PIB (interanual)	1T	-	0,8%
		EUA	Avanç del PIB (interanual)	2T	2,3%	2,1%
		EUA	Comunicat del FOMC	2T	-	-
		Mèxic	PIB (interanual)	2T	0,9%	0,2%
31		Espanya	Crèdit de nova concessió	Juliol	-	-
		Zona euro	Avanç de l'IPC (interanual)	Juliol	-	2,8%
		França	Avanç de l'IPC (interanual)	Juliol	-	1,8%
		Itàlia	Avanç de l'IPC (interanual)	Juliol	-	3,0%
		Xina	PMI manufactures	Juliol	49.9	50,3

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

... * El proper Pols Econòmic es publicarà el divendres 28 d'agost. Fins aleshores, us desitgem un bon estiu...

POLS ECONÒMIC és una publicació de CaixaBank Research, que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank no es responsabilitza en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank Research i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.