

IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 514 | SETEMBRE 2026



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

El camí del BCE cap a una nova normalitat

ECONOMIA INTERNACIONAL

*El nou escenari d'aranzels als EUA (edició
tornada a l'escola 2026)*

*Irlanda, el país que trastoca les estadístiques
europees*

ECONOMIA ESPANYOLA

*El sector exterior espanyol impulsa la fase
expansiva postpandèmia*

Com comprem? Scroll down & click!



CaixaBank

Research

INFORME MENSUAL**Setembre 2026**

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i per BPI Research (UEEF)

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com**Enric Fernández**

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

Adrià Morron Salmeron i**Oriol Carreras**Coordinadors de l'*Informe Mensual***BPI Research (UEEF)**[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/>[estudos-mercados/research](https://www.bancobpi.pt/estudos-mercados/research)deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

7 de setembre de 2026

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS**9 *El camí del BCE cap a una nova normalitat***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**14 *El nou escenari d'aranzels als EUA (edició tornada a l'escola 2026)*

David Martínez Turégano

16 *Irlanda, el país que trastoca les estadístiques europees*

Rita Sánchez Soliva

20 ECONOMIA ESPANYOLA24 *El sector exterior espanyol impulsa la fase expansiva postpandèmia*

Catalina Becu i Sergio Díaz

25 *Com comprem? Scroll down & click!*

Oriol Aspachs i Eduard Alcobé

27 ECONOMIA PORTUGUESA

L'economia espanyola resisteix, però envelleix

L'economia espanyola es manté ferma en la seva fase expansiva, malgrat el complex context internacional i el repunt dels preus de l'energia. Així ho reflecteixen els indicadors publicats durant l'estiu. En el 2T 2026, el PIB va créixer un 2,7% interanual, un ritme d'avanç superior a la mitjana històrica de l'1,8% registrada entre el 2000 i el 2025. Probablement, el creixement hauria estat una mica més intens si no s'hagués produït el recent xoc energètic.

La composició del creixement també convida a l'optimisme. L'activitat continua impulsada per la demanda interna privada i per les exportacions de serveis, uns components que solen mostrar una elevada inèrcia al llarg del cicle econòmic i que encara disposen de marge per continuar avançant. Tot això, a més a més, continua anant acompanyat d'una posició macrofinancera globalment equilibrada i que no empitjora, a diferència del que ha succeït en fases expansives anteriors. El deute privat es manté en nivells relativament reduïts, mentre que el deute públic i la posició deutora enfront de l'exterior es continuen corregint. Això contribueix a mantenir la prima de risc en cotes contingudes i clarament inferiors a les d'economies com França o Itàlia.

Els indicadors disponibles per al 3T apunten al fet que el dinamisme econòmic es manté. Els índexs de clima empresarial han millorat, impulsats per la recuperació del sector serveis i, en especial, del turisme, que va camí de tancar un any rècord. Tot fa pensar que el 2026 finalitzarà amb la visita de més de 100 milions de turistes internacionals. El consum de les llars també continua mostrant una notable resiliència. Malgrat el repunt de la inflació, el creixement de l'ocupació i el matalàs d'estalvi acumulat en els últims anys continuen sostenint la despesa de les famílies. La taxa d'estalvi ha baixat una mica, però es manté en nivells relativament elevats.

Per la seva banda, el mercat laboral continua oferint registres positius. Segons les dades de l'EPA del 2T, l'ocupació manté un creixement superior al 2%. No obstant això, rere aquesta evolució agregada s'observen dinàmiques diferenciades. L'ocupació continua creixent amb força entre les persones estrangeres o amb doble nacionalitat, mentre que l'avanç de l'ocupació entre els espanyols s'ha moderat de manera significativa, en passar de l'1,9% interanual en el 1T al 0,7% en el 2T.

Una mirada àmplia revela una dinàmica de caràcter estructural. La capacitat de creixement de l'ocupació entre la població espanyola s'ha anat reduint en els últims anys. La població activa espanyola, formada per les persones que treballen o que busquen feina, amb prou feines ha variat des del 2019, però ha envellit de manera notable. En concret, el nombre d'espanyols actius amb edats compreses entre els 25 i els 55 anys s'ha reduït en més d'1,1 milions de persones. Es tracta, a més a més, d'una franja d'edat amb nivells de participació laboral molt elevats. En l'actualitat, prop del 90% dels espanyols entre els 25 i els 55 anys formen part de la població activa, i la seva taxa d'atur se situa en el 7,5%, molt a la vora del mínim històric assolit el 2007, quan va recular fins al 6,2%.

Així, el gros de l'ocupació generada entre la població espanyola durant l'actual fase expansiva s'ha concentrat en els extrems de la distribució per edats. Des del 2019, el nombre d'ocupats menors de 25 anys ha augmentat al voltant de les 300.000 persones, mentre que, entre els majors de 55 anys, l'increment supera el milió. L'altra font de creixement de l'ocupació ha estat protagonitzada per les persones estrangeres o amb doble nacionalitat, amb un augment de més de dos milions d'ocupats en aquest període.

La fortalesa de l'economia espanyola permet afrontar amb un cert optimisme els propers trimestres. De fet, és molt probable que CaixaBank Research torni a revisar a l'alça les perspectives de creixement per al 2026 en les properes setmanes. No obstant això, les dades també posen de manifest un desafiament de fons. L'economia resisteix i continua creixent, però ho fa en un context d'envelliment de la població activa espanyola. A mitjà termini, preservar la capacitat de creixement de l'economia exigirà continuar avançant en productivitat i aprofitar plenament el potencial d'una força laboral cada vegada més diversa i envellida.

Oriol Aspachs
Setembre 2026

Cronologia

AGOST 2026

- 12** L'any 2026 ha viscut el període juny-juliol més calorós mai registrat a Europa, segons l'anàlisi del Programa Copernicus de la UE.

MAIG 2026

- 22** Kevin Warsh pren possessió com a president de la Fed i és elegit president del FOMC.

MARÇ 2026

- 11** L'Agència Internacional de l'Energia va acordar alliberar 400 milions de barrils de les reserves estratègiques per mitigar l'impacte de la guerra al Pròxim Orient.

JUNY 2026

- 11** El BCE apuja els tipus d'interès en 25 p. b. i el tipus *depo* del 2,00% al 2,25%.
18 Signatura del memoràndum en què els EUA i l'Iran acorden un alto el foc i l'obertura de l'estret d'Ormuz.

ABRIL 2026

- 1-10** La missió Artemis II viatja a la Lluna i arriba a 406.771 km, la màxima distància de la Terra mai assolida per una missió tripulada.

FEBRER 2026

- 20** El Tribunal Suprem dels EUA invalida els aranzels anunciats sota la IEEPA.
28 Els EUA i Israel llancen un atac coordinat contra l'Iran en què mor Ali Khamenei.

Agenda

SETEMBRE 2026

- 1** Zona de l'euro: avanç de l'IPC (agost).
2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost).
4 Portugal: ràting Fitch.
9 Portugal: comerç internacional (juliol).
10 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
11 Espanya: ràting S&P.
 Espanya: ràting Fitch.
15-16 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
17 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (2T).
22 Portugal: preus de l'habitatge (2T).
23 Espanya: balança de pagaments i PIIN (2T).
 Portugal: desglossament del PIB per sectors institucionals (2T).
24 Portugal: ràtio de morositat (2T).
25 Espanya: desglossament del PIB (2T).
 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (2T).
29 Espanya: avanç de l'IPC (setembre).
 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (setembre).
30 Espanya: taxa d'estalvi de les llars (2T).
 Portugal: avanç de l'IPC (setembre).
 Portugal: ocupació i atur (agost).

OCTUBRE 2026

- 1** Portugal: deute públic (agost).
2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (setembre).
8 Espanya: comptes financers (2T).
9 Portugal: comerç internacional (agost).
15 Consell Europeu.
19 Xina: PIB (3T).
26 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost).
27 Espanya: enquesta de població activa (3T).
 Portugal: crèdits i dipòsits (setembre).
27-28 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
29 Portugal: ocupació i atur (setembre).
 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (octubre).
 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
 EUA: PIB (3T).
30 Espanya: avanç del PIB (3T).
 Espanya: avanç de l'IPC (octubre).
 Espanya: ràting DBRS.
 Portugal: avanç del PIB (3T).
 Portugal: avanç de l'IPC (octubre).
 Zona de l'euro: PIB (3T).

Hem de parlar dels tipus d'interès

En un estiu amb l'atenció centrada tant en els efectes del canvi climàtic –amb esdeveniments com El Niño, que poden ocasionar perturbacions en l'activitat mundial a la tardor– com en el retorn del risc polític a la casella de sortida prèvia a la signatura, al juny, de l'acord entre els EUA i l'Iran, un vell conegut ha tornat a trucar a la porta dels riscos econòmics i financers. La intensa pujada de les rendibilitats en tots els trams de la corba de tipus, entre els 40 i els 50 p. b. des del final de juny, és un nou graó en el canvi de tendència dels mercats de bons iniciat el 2022 i reflecteix les transformacions estructurals que afronta l'economia mundial. Una nova font de preocupació si aquest moviment s'intensifica, tenint en compte que el deute públic mundial ja està vorejant la psicològica frontera dels 100 bilions de dòlars, amb països com els EUA superant els 40 bilions de dòlars. S'aproximen, així, als límits establerts per la Llei de Ferguson, segons la qual una potència econòmica entra en zona de risc quan el pagament dels interessos del deute públic supera la despesa en defensa. En aquest punt, finançar els deutes del passat exigeix més recursos que garantir la seguretat futura.

Tenint en compte que el tipus d'interès natural és aquell que equilibra l'estalvi i la inversió i és compatible amb l'estabilitat dels preus, la realitat és que, després de més d'una dècada perduda per a la formació bruta de capital després de la gran crisi financera, des de la pandèmia s'està produint un augment de les necessitats de finançament associades a la defensa, a la intel·ligència artificial (IA), a l'envelliment de la població i a la transició energètica. Aquesta dinàmica s'ha accelerat en els últims trimestres, impulsada per la carrera de les grans empreses tecnològiques per liderar la revolució de la IA i pel seu creixent recurs directe als mercats financers. Des d'aquesta perspectiva, estaríem assistint a una normalització dels tipus d'interès després d'una llarga etapa marcada per anomalies econòmiques i financeres, com les rendibilitats negatives o l'ús d'instruments no convencionals per part dels bancs centrals per combatre el risc de japonització de les economies occidentals. Aquest camí de retorn ha situat el tipus d'interès mitjà de les principals referències de deute a llarg termini de l'OCDE en nivells del 2008, al voltant del 3,7%. La normalització també es reflecteix en la revisió a l'alça dels tipus neutrals per part de bancs centrals, com el de la zona de l'euro, que ara els situa entre el 2% i el 2,5%. Al mateix temps, aquestes institucions redueixen la seva petjada als mercats, amb un balanç que ha passat del 65% al 37% del PIB de la zona de l'euro, i tornen a concentrar la política monetària en els tipus de referència i en les subhastes setmanals.

Si descomponem el moviment dels tipus d'interès dels últims mesos entre el component real i les expectatives d'inflació, la rendibilitat real explicaria la major part de l'ascens, tant en el bo a 10 anys com en la referència a 30 anys. El fenomen és especialment visible als EUA, on els tipus reals s'han situat entre el 2,5% i el 3% en el tram llarg de la corba, en relació amb els nivells encara negatius de l'inici del 2022, mentre que les expectatives d'inflació a mitjà termini amb prou feines superen el 2%. Aquesta evolució reflecteix la confiança en la capacitat dels bancs centrals de retornar la inflació al seu objectiu, els canvis en l'equilibri entre estalvi i inversió i l'optimisme sobre l'impacte de la inversió en IA sobre el creixement a llarg termini. També ajuda a explicar l'aparent contradicció entre l'augment de la rendibilitat de l'actiu lliure de risc i el bon comportament dels mercats borsaris durant l'estiu.

Si, alternativament, desglossem les rendibilitats a llarg termini entre les expectatives sobre els futurs moviments dels bancs centrals i la prima per termini, és a dir, el cost de protegir-se davant els riscos imprevistos de naturalesa fiscal o monetària, la major part de l'augment des de l'inici d'enguany s'explicaria per un recalibratge a l'alça del nivell de tipus necessari per assolir els objectius d'inflació. No obstant això, llevat del cas dels sospitosos habituals dels últims anys, com França i el Regne Unit, la prima per termini no ha augmentat de manera significativa. Aquesta actitud d'excessiva tolerància pot venir explicada perquè l'augment del tipus neutral al risc també estigui recollint la preocupació per la política fiscal.

En definitiva, aparentment, rere la recent pujada de les rendibilitats no s'observa una excessiva intranquil·litat dels inversors pels desequilibris monetaris o fiscals, sinó l'aposta dels bancs centrals per tipus neutrals més elevats per combatre els efectes dels xocs d'oferta, a més de tipus d'equilibri més alts per acomodar la nova demanda de finançament dels sectors públic i privat. Per tant, l'aposta, no exempta de risc, és que les inversions en IA tindran una ràpida translació en productivitat, en creixement potencial i en beneficis empresarials i permetran estabilitzar la dinàmica del deute públic. Així i tot, l'optimisme i la tranquil·litat van per barris, com ho mostren les sorprenents intervencions del Tresor nord-americà al mercat de bons, tant de manera directa, mitjançant l'augment de les compres de deute públic, com indirecta, a través de la seva actuació als mercats de divises juntament amb les autoritats japoneses.

José Ramón Díez

Mitjana de l'últim mes del període, llevat que s'indiqui el contrari

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,50	3,00
SOFR 3 mesos	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,72	3,21
SOFR 12 mesos	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,57	2,95
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,90	3,85
Deute públic 10 anys	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,60	4,65
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,25	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,40	2,15
€STR	–	–0,54	0,52	3,06	1,93	2,18	1,93
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,25	2,00
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,28	2,04
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,37	2,14
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,47	2,26
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,25	2,07
Deute públic 10 anys	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	2,95	2,90
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	2,74	2,66
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	3,00	2,96
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,45	3,50
Prima de risc	11	164	90	68	45	50	60
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,33	2,23
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,72	2,67
Deute públic 10 anys	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,40	3,45
Prima de risc	19	314	81	46	31	45	55
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,11	1,15
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,88	0,90	0,90
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	73,3	70,9
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	66,1	61,6

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
CREIXEMENT DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,8	3,5	3,5	2,9	3,3
Països desenvolupats	2,7	1,5	1,7	1,9	1,9	1,6	1,7
Estats Units	2,7	1,8	2,4	2,8	2,1	2,3	2,0
Zona de l'euro	2,3	0,8	1,1	1,0	1,3	0,5	1,3
Alemanya	1,6	1,3	0,2	-0,5	0,3	0,6	1,1
França	2,3	1,0	1,0	1,4	0,9	0,4	0,9
Itàlia	1,5	-0,3	1,5	0,6	0,7	0,5	0,8
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	1,8	1,8
Espanya	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,4	2,0
Japó	1,4	0,4	0,1	-0,2	1,2	0,8	0,6
Regne Unit	2,8	1,3	1,0	1,0	1,3	1,0	0,9
Països emergents i en desenvolupament	6,3	4,9	3,5	4,5	4,5	3,8	4,4
Xina	10,6	8,0	4,9	5,0	5,0	4,5	4,0
Índia	7,2	6,7	4,6	7,3	7,5	6,6	6,4
Brasil	3,6	1,6	1,9	3,4	2,3	1,8	1,9
Mèxic	2,3	1,5	1,1	1,4	0,6	1,1	1,8
Rússia	-	1,4	1,5	4,9	1,0	0,8	1,5
Turquia	5,5	4,5	6,4	3,3	3,8	3,1	3,9
Polònia	4,1	3,7	2,6	3,1	3,6	3,1	2,8
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	5,9	5,8	4,1	4,3	3,7
Països desenvolupats	2,1	1,6	3,9	2,6	2,5	3,1	2,5
Estats Units	2,7	1,8	4,5	3,0	2,6	3,5	2,4
Zona de l'euro	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	2,7	2,2
Alemanya	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	2,7	2,2
França	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	2,0	1,9
Itàlia	2,4	1,4	4,1	1,1	1,6	2,5	2,0
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,9	2,3
Espanya	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,2	2,4
Japó	-0,3	0,4	1,4	2,7	3,2	2,1	2,0
Regne Unit	1,6	2,3	5,0	2,5	3,4	3,1	2,7
Països emergents i en desenvolupament	6,9	5,6	7,3	8,0	5,2	5,6	4,8
Xina	1,7	2,6	1,4	0,2	0,1	1,0	1,5
Índia	4,6	7,3	6,0	5,0	2,2	4,1	4,0
Brasil	7,3	5,7	6,4	4,4	5,0	4,5	4,0
Mèxic	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	4,2	3,9
Rússia	14,2	7,9	7,4	8,5	8,7	5,7	4,6
Turquia	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	30,3	21,5
Polònia	3,5	1,9	8,2	3,7	3,4	3,3	2,7

Nota: 1. Xifres ajustades per estacionalitat i calendari per a la zona de l'euro, Alemanya, França, Itàlia, Portugal, Espanya i Polònia. Xifres ajustades per estacionalitat per als Estats Units i el Regne Unit.

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,7	0,0	0,4	3,0	3,3	2,6	2,0
Consum de les AP	4,5	0,9	3,1	2,9	2,4	2,0	2,0
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,2	1,0	3,6	5,8	4,5	2,4
Béns d'equipament	4,9	0,2	-1,4	1,9	7,4	3,5	2,6
Construcció	5,7	-2,6	0,4	4,0	5,2	4,7	2,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,9	3,2	3,5	2,7	2,0
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,4	3,2	3,6	0,6	1,8
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	1,9	2,9	6,2	1,6	2,1
Producte interior brut	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,4	2,0
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,5	2,0	2,8	3,1	2,9	1,9
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	13,9	11,3	10,5	9,8	9,4
Índex de preus de consum	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,2	2,4
Costos laborals unitaris	3,1	0,6	4,1	3,3	4,1	3,8	3,2
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,8	-0,2	1,2	3,2	2,9	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	0,2	2,0	4,2	3,4	3,6	3,9
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-6,1	-3,2	-2,4	-2,3	-2,3

Nota: 1. No inclou pèrdues per ajudes a institucions financeres.

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,8	0,5	1,5	3,0	3,5	2,0	1,9
Consum de les AP	2,2	-0,3	1,9	1,5	1,6	1,4	1,0
Formació bruta de capital fix	-0,4	-0,7	3,7	3,8	3,7	4,8	1,0
Béns d'equipament	3,3	2,7	6,3	8,4	0,1	-	-
Construcció	-1,4	-2,4	3,1	3,0	5,4	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	2,0	2,9	3,6	2,6	1,4
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	3,8	3,1	0,4	2,5	2,0
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	3,6	4,8	4,4	3,7	1,2
Producte interior brut	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	1,8	1,8
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,4	1,4	1,2	3,2	1,2	1,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,4	6,0	5,9	5,9
Índex de preus de consum	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,9	2,3
Saldo op. corrents (% PIB)	-9,2	-2,8	-0,7	2,2	1,2	0,4	0,6
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,5	0,6	3,3	2,7	2,8	2,2
Saldo públic (% PIB)	-4,5	-5,1	-1,9	0,6	0,7	-0,2	-0,4

Previsions

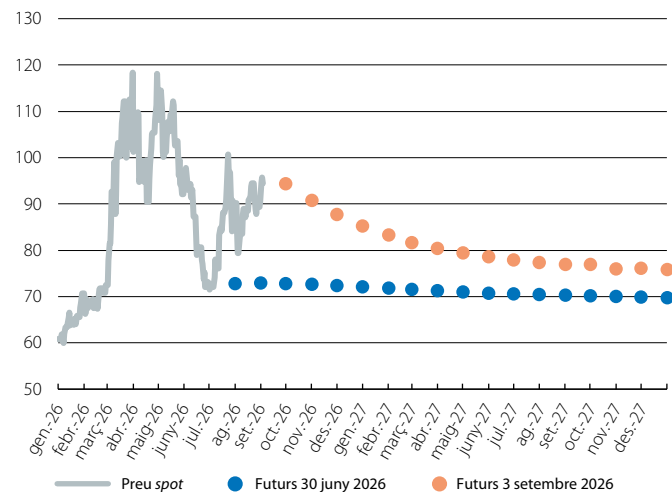
L'estiu no ensopeix els mercats

El Pròxim Orient, la volatilitat i la incertesa condueixen el mercat a l'estiu. Els mercats financers van viure un període estival d'una certa intensitat i volatilitat, esperonats per la continuïtat del conflicte al Pròxim Orient, i per la tensió dels preus energètics, amb la consegüent pressió sobre les expectatives d'inflació i de política monetària. Així, el juliol i l'agost van estar marcats per un renovat encariment del petroli i del gas, per un repunt generalitzat dels tipus d'interès i per una certa feblesa del dòlar nord-americà, en un context de freda recepció dels inversors davant la indefinició comunicativa del president de la Fed, Kevin Warsh, i les intervencions als mercats de divisa i de deute del secretari del Tresor, Scott Bessent. Malgrat aquest context, les borses de les principals economies avançades van aconseguir tancar el juliol i l'agost amb guanys, gràcies a una sòlida temporada de beneficis.

Tensió dels preus energètics. El preu del petroli Brent va cotitzar en una banda extraordinàriament àmplia, al so dels vaivens diplomàtics del conflicte al Pròxim Orient. Fins al començament de juliol, el Brent fluctuava prop dels 70 dòlars per barril i reflectia l'esperança d'una resolució de la guerra i de la recuperació de l'oferta, que va moderar la seva caiguda interanual fins als 6,3 mb/d. Però la represa de les hostilitats, el nou tancament de l'estret d'Ormuz i les amenaces houthis sobre el mar Roig (ruta alternativa per a les exportacions de cru de l'Aràbia Saudita) el van impulsar fins a superar els 100 dòlars. Al començament de setembre, el preu fluctuava entre els 90 i 95 dòlars per barril i es debatia entre les negociacions de l'Iran i Oman per establir un corredor de navegació a Ormuz i els nous atacs militars. L'estrès sobre el gas natural va ser encara més intens, i la referència europea (TTF) va passar d'uns 40 €/MWh al juny a superar els 70 €/MWh, propulsada per la interacció entre el conflicte del Pròxim Orient, la major demanda elèctrica a Europa (associada a les onades de calor) i unes reserves de gas relativament baixes (poc més del 60% de la capacitat de la UE a l'agost vs. el 80% en la mitjana del mes dels últims anys). D'altra banda, el juliol i l'agost també van veure un encariment generalitzat dels productes agrícoles i dels metalls, i l'índex sintètic de primeres matèries de Bloomberg va pujar prop del 15%.

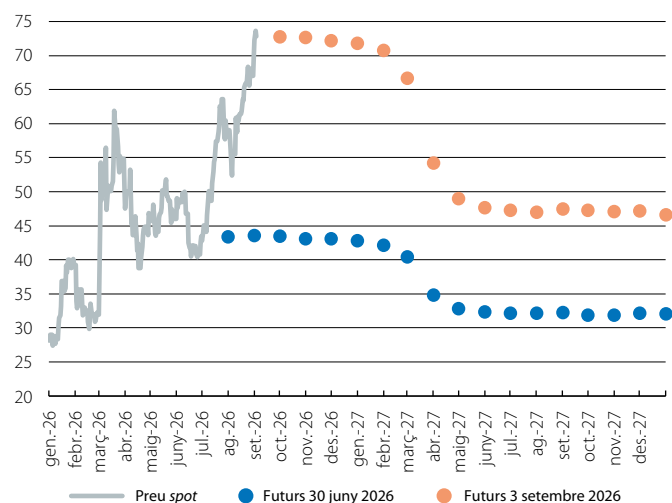
Alça generalitzada dels tipus d'interès sobirans. L'encariment de les primeres matèries va pressionar les expectatives d'inflació, amb els *swaps* a 2 anys dels EUA i de la zona de l'euro pujant fins al 2,5%-2,8%. En sumar-se a la resiliència de l'activitat econòmica ([vegeu la conjuntura d'Economia internacional](#)) i als senyals *hawkish* d'alguns bancs centrals, a més del context global d'elevat deute públic, aquests factors van provocar un increment generalitzat dels tipus d'interès sobirans, amb un repunt acumulat d'uns 50 p. b. en els tipus a 2 i a 10 anys de la zona de l'euro, on, així i tot, les primes de risc perifèriques es van mantenir relativament estables. Els EUA també van patir un repunt de tipus, però amb matisos diferents (els tipus a 10 anys van augmentar prop de 30 p. b., mentre que els tipus a curt termini es movien menys) i amb uns mercats condicionats per les intervencions d'Scott Bessent (Tresor) i de Kevin Warsh (Fed). En concret, el Tresor nord-americà va anunciar un augment de les recompres de bons a llarg termini al setembre-novembre, des dels 2.000 milions de dòlars per operació actuals fins als 4.000 milions. Bessent va presentar l'anunci en termes de gestió de liquiditat del mercat,

Preu del petroli Brent (Dòlars per barril)



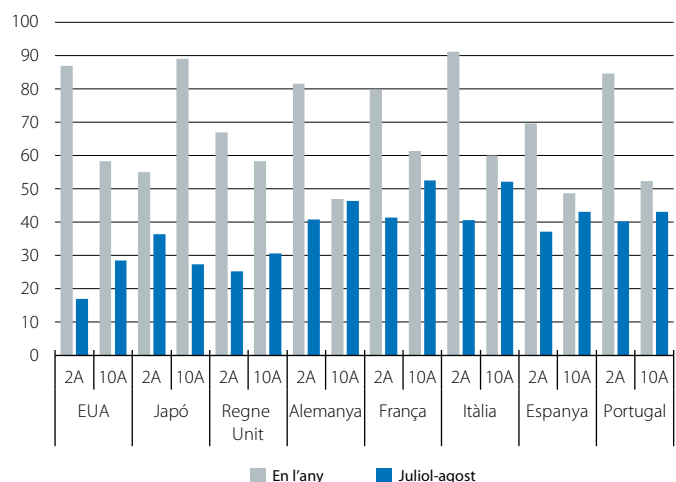
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Preu del gas TTF (Euros per MWh)



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

Tipus d'interès sobirans Variació (p. b.)



Nota: Venciments a 2 i a 10 anys (2A i 10A).

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

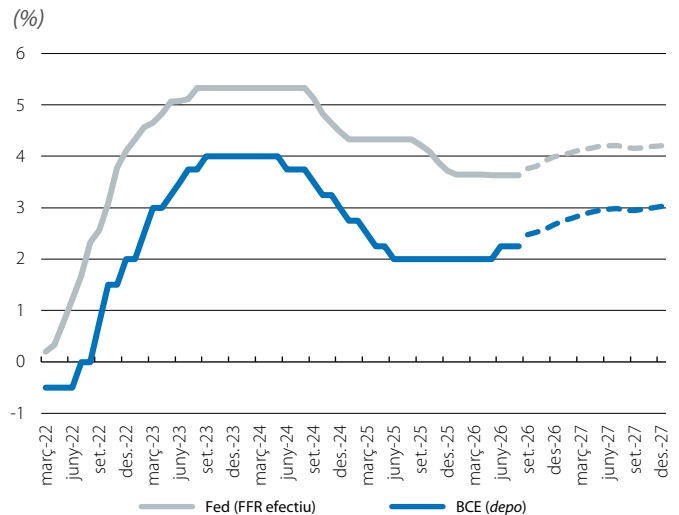
però, entre els inversors, es va llegir com un senyal del desig de tipus baixos per part de l'Administració Trump. A més a més, aquest senyal va xocar amb la filosofia d'«uns mercats menys intervinguts» defensada per Warsh des de la seva arribada a la Fed.

Els mercats albiren pujades de la Fed i del BCE. Malgrat mantenir tipus en les reunions del juliol, les comunicacions de la Fed i del BCE van exhibir un to *hawkish* al llarg de l'estiu i van subratllar els riscos d'una inflació massa elevada davant una activitat resilient. A la reunió anual de Jackson Hole, el president de la Fed, Kevin Warsh, va descriure una activitat econòmica forta, va admetre la seva preocupació per algunes xifres d'inflació i va assenyalar que les condicions financeres no són restrictives. D'aquesta manera, va oferir una valoració més explícita del que és habitual i va revertir la indecisió percebuda pels inversors al juliol. En resposta, els mercats van tancar l'agost cotitzant una pujada de tipus de la Fed abans d'acabar l'any (*fed funds* en el 3,75%-4,00%) i una altra més el 2027 (tipus al 4,00%-4,25%). Per la seva banda, la majoria de membres del BCE van assenyalar el desig de tornar a apujar tipus a Europa per evitar que, en un context d'activitat resilient, el repunt de la inflació energètica (derivat del Pròxim Orient) desemboqui en efectes indirectes i en una inflació general superior al 2% durant massa temps. Així, els mercats donaven gairebé el 100% de probabilitat al fet que el BCE apujaria el tipus *depo* fins al 2,50% al setembre i cotitzaven entre una i dues pujades més el 2027.

Les borses salden en positiu un estiu volàtil. En el conjunt de juliol i agost, els principals índexs borsaris d'Europa i dels EUA van tancar en positiu, amb l'Stoxx EUR 600 i l'S&P 500 avançant entre l'1% i el 2%, respectivament. Aquest balanç es va basar en la resiliència de l'activitat econòmica i en una sòlida temporada de beneficis a les dues bandes de l'Atlàntic, amb un creixement dels beneficis superior al que havia pronosticat el consens i amb un sector tecnològic que va continuar batent expectatives. Així i tot, va haver-hi dinàmiques disperses, amb un juliol de reculades (més marcades entre les companyies tecnològiques) i amb un agost de recuperació. Per sectors, van destacar en positiu l'energia, el sector financer i els recursos bàsics, mentre que, entre els països europeus, el repunt de la borsa alemanya (superior al 3%) va contrastar amb les dificultats del CAC francès. També va destacar en negatiu la borsa japonesa, amb el Nikkei reculant més del 5% en el conjunt de juliol i agost (més llastat per la feblesa de les tecnològiques al juliol i per la represa de les hostilitats al Pròxim Orient), mentre que, entre les economies emergents, les borses van exhibir guanys a l'Amèrica Llatina i pèrdues a Àsia.

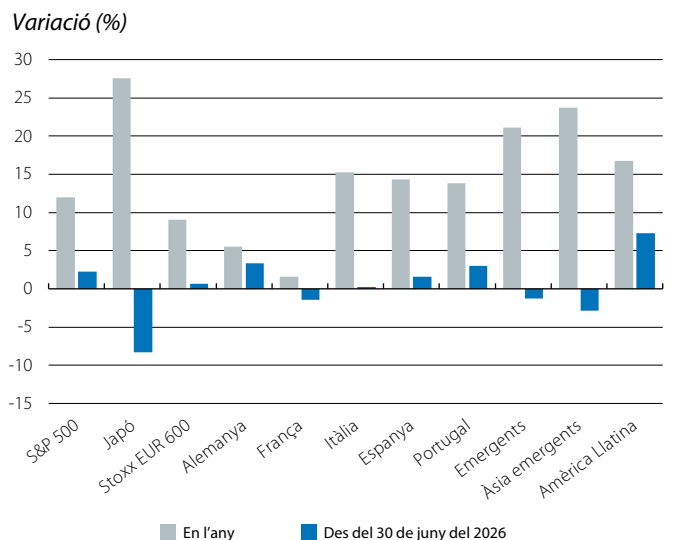
El dòlar nord-americà recula. El mercat de divises va veure una depreciació moderada, però generalitzada, del dòlar nord-americà en els principals canvis. Aquesta depreciació es va vehicular en dos graons, al final de juliol i cap a la meitat d'agost. D'una banda, el 30 de juliol, el dòlar es va depreciar gairebé el 3% davant el ien, després d'una intervenció conjunta del Tresor nord-americà i de les autoritats japoneses per enfortir el ien. De l'altra, els anuncis de recompra de bons a llarg termini que va fer el Tresor nord-americà cap a la meitat d'agost van provocar un nou episodi de depreciació. Així, en el conjunt de juliol i agost, el dòlar va perdre gairebé el 2% (índex DXY), mentre que l'euro es va recuperar cap als 1,16 dòlars.

Bancs centrals: tipus d'interès de referència



Nota: Els punts presenten els forwards per a la Fed i per al BCE implícits a 3 de setembre del 2026.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

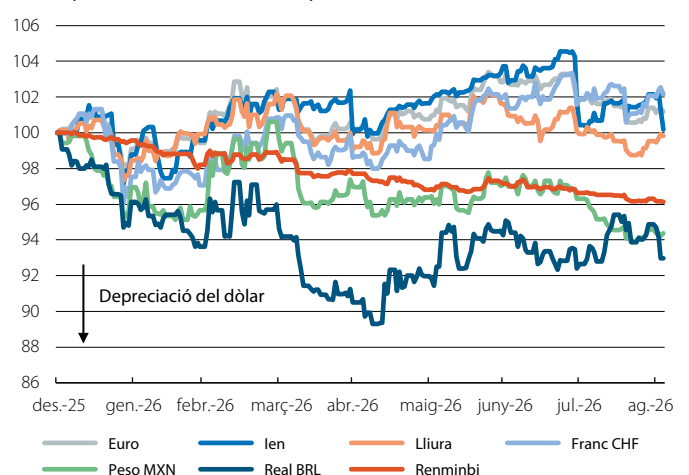
Borses internacionals: funcionament el 2026



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

Divises: tipus de canvi davant el dòlar nord-americà

Índex (100 = 31 desembre 2025)



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

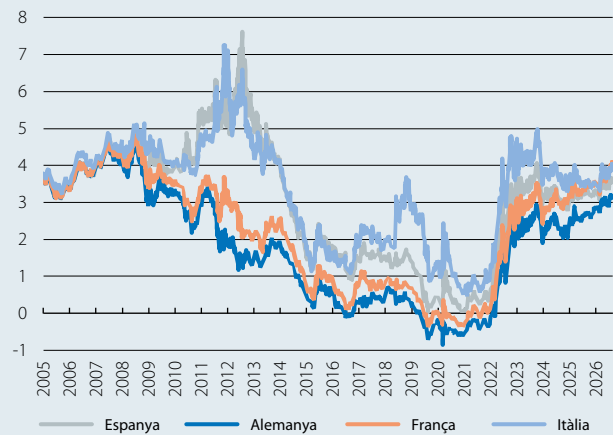
El camí del BCE cap a una nova normalitat

Rere les sacsejades i els vaivens de la conjuntura, la zona de l'euro i el BCE avancen cap a una nova normalitat per a l'entorn financer. En els últims anys, el BCE ha alleugerit la petjada que deixa als mercats amb el retorn a una política monetària convencional i amb la retirada de l'orientació futura (*forward guidance*). Així, avui la política monetària la dicten els tipus d'interès de referència (essencialment el tipus de la facilitat de dipòsits o *depo*),¹ i el BCE no es compromet amb cap senda futura de tipus d'interès, sinó que persegueix una presa de decisions àgil, reunió a reunió i segons ho dictin les dades i els esdeveniments econòmics i geopolítics.

Aquesta nova normalitat és ben visible en els tipus d'interès. Com ho mostra el primer gràfic, els tipus d'interès sobirans de les grans economies de la zona de l'euro s'han situat de nou en nivells semblants als previs a la crisi financer del 2008. Alhora, i a diferència d'aquest període precisi, els inversors mostren una capacitat de discriminació que es reflecteix en la dispersió dels tipus entre els diferents països i, per tant, en el preu dels respectius deutes públics. O, el que és el mateix, hi ha unes primes de risc positives i que es troben en nivells coherents amb els fonaments macroeconòmics dels països,² fins i tot després del xoc energètic del Pròxim Orient.

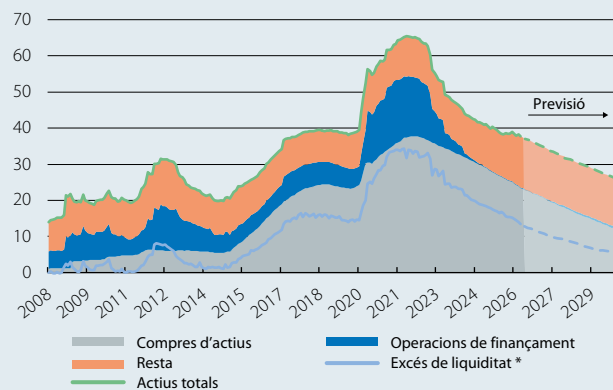
El camí cap a la nova normalitat també es visualitza en el balanç del BCE. En cinc anys, ha baixat d'un pic equivalent al 65% del PIB de la zona de l'euro (2021) a fluctuar al voltant del 37% (un pes comparable al del 2017). Aquesta reducció s'ha vehiculat amb una retirada de la liquiditat injectada per l'Eurosistema en els anys de crisi (crisi financer global del 2008, crisi del deute sobirà a Europa i pandèmia de la COVID-19), després del final dels préstecs extraordinaris al sector financer (TLTRO) i de la descàrrega passiva del deute comprat sota els programes de QE.³ Aquestes dinàmiques continuaran en els propers anys i, en ser passives i graduals, faran que la liquiditat continuï sent abundant a curt i a mitjà termini. Com ho mostra el

Zona de l'euro: tipus d'interès sobirans a 10 anys (%)



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

Balanç del BCE: actius totals (% del PIB)



Nota: * Dipòsits a la facilitat de dipòsits més excés de reserves menys ús de la facilitat marginal de crèdit.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de projeccions pròpies.

segon gràfic, l'excés de liquiditat no baixaria del 5% del PIB fins a la meitat/final del 2029.⁴

De fet, la comparativa històrica que recull el tercer gràfic suggereix que encara queda un bon recorregut abans que la retirada de la liquiditat comenci a generar una certa escassetat i que, per exemple, es manifesti en un augment dels *spreads* als mercats monetaris. Així i tot, és difícil estimar en quin nivell la liquiditat deixarà de ser «excessiva». És més, hi ha hagut canvis en l'entorn que suggereixen que aquest punt d'*impasse* pot ser diferent al del passat i que

1. És a dir, el tipus d'interès al qual es remuneren els dipòsits *overnight* que els bancs mantenen a l'Eurosistema. Cal no confondre aquests dipòsits amb les reserves mínimes exigides, les quals, amb un coeficient actual de l'1%, reben una remuneració del 0%.

2. Vegeu el Focus «[Primes de risc i macroeconomia: una relació robusta i transversal](#)», a l'IM02/2026.

3. Els dos grans programes de QE van ser l'APP (2014-2023) i el PEPP (2020-2024), amb els quals el BCE va comprar deute (públic i corporatiu; i no directament, sinó en mercats secundaris) per neutralitzar els riscos de fragmentació financer i per estimular l'economia quan els tipus oficials (en el 0% i fins i tot una mica negatius) es van quedar sense recorregut. El BCE va aturar les compres netes dels dos programes el 2022, però va continuar comprant «en termes bruts» en reinvertir en nous actius el principal d'aquells actius adquirits que anaven vencent. Finalment, el BCE va començar a descarregar passivament aquest deute i va posar fi a les reinversions (de manera total al juliol del 2023 per a l'APP i al gener del 2025 per al PEPP).

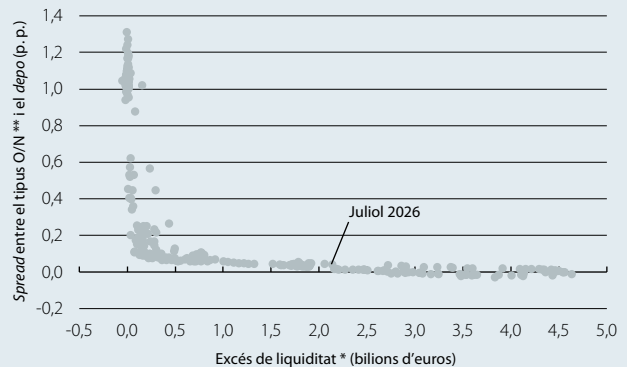
4. La projecció del balanç segueix supòsits mecànics: l'APP i el PEPP («compres d'actius») disminueixen passivament amb el venciment d'actius; les MRO i l'LTRO («operacions de finançament») evolucionen segons la projecció mitjana del Survey of Monetary Analysts del BCE del juny del 2026, i la resta del balanç creix segons les tendències històriques. Per la seva banda, l'excés de liquiditat projectat evoluciona 1-a-1 amb la suma de «compres d'actius» i d'«operacions de finançament».

l'escassetat de liquiditat por aparèixer en nivells que amb anterioritat haurien semblat folgats: una menor tolerància al risc que dificulti la redistribució de la liquiditat dins el sistema bancari, un enduriment de la regulació financera o un desig precautori de matalassos de liquiditat més gruixuts.⁵

Precisament per aquest motiu, el BCE ha acompanyat el retorn a la normalitat de les eines monetàries (essencialment la reducció del balanç) amb una reforma del marc operacional, per propiciar que el drenatge de liquiditat no comprometi la implementació de la política monetària en el futur. Com ja ho hem analitzat,⁶ el BCE desitja moure's de l'entorn actual, en què hi ha una abundant liquiditat injectada originalment pel propi banc central, a un món en què sigui el propi sistema financer el que determini la liquiditat que desitja posseir. Per implementar-ho, el BCE farà de les seves operacions de refinançament regulars (MRO a set dies i LTRO a tres mesos) la principal font de liquiditat directa i, a més a més, llançarà dos nous instruments per subministrar reserves: operacions de crèdit a llarg termini i una cartera estructural d'actius (no seran instruments «de política monetària», sinó eines estructurals per donar estabilitat a les necessitats de liquiditat del sistema financer).

La reforma del marc operacional es va anunciar ja el 2024. El 2026, està previst que el BCE en repassi el desplegament i valori la possibilitat de recalibrar (o no) alguns paràmetres. Ara com ara, la liquiditat continua sent abundant, i, per tant, en aquests dos anys, la transició ha estat molt gradual, com també ho il·lustra una reactivació molt incipient de la demanda de nova liquiditat (vegeu l'últim gràfic). Una gradualitat que cal preveure que es mantindrà en el futur.

Zona de l'euro: spreads entre tipus d'interès i excés de liquiditat

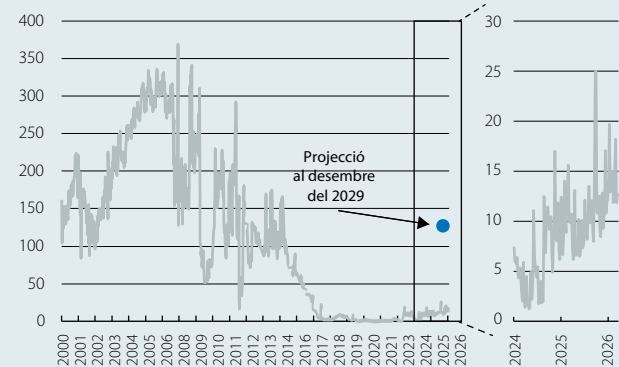


Notas: * Dipòsits a la facilitat de dipòsits més excés de reserves menys ús de la facilitat marginal de crèdit. ** Correspon a l'Eonia entre el 2000 i el 2019 i al €STR més 8,5 p. b. a partir del 2020.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i del BCE.

Ús de les operacions MRO del BCE per part dels bancs europeus

(Milers de milions d'euros)



Nota: La projecció al desembre del 2029 correspon a l'expectativa mitjana del Survey of Monetary Analysts (MRO + LTRO 3 mesos).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

5. Isabel Schnabel, *Towards a new Eurosystem balance sheet*, 6 de novembre del 2025.

6. Vegeu el Focus «[Què hi ha darrere els tipus d'interès del BCE?](#)», a l'IM09/2025.

Tipus d'interès (%)

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,40	2,40	0	25	25
Euríbor 3 mesos	2,59	2,48	11	57	53
Euríbor 12 mesos	3,00	2,96	4	76	88
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,68	2,62	6	67	78
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,94	2,82	12	82	100
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	3,32	3,21	12	47	60
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,78	3,65	12	49	45
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,67	3,55	13	52	49
EUA					
Fed funds (límit inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 mesos	3,76	3,75	1	11	-41
Deute públic a 1 any	4,14	4,03	11	67	31
Deute públic a 2 anys	4,34	4,29	5	87	72
Deute públic a 10 anys	4,75	4,73	2	58	52

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	51	54	-3	0,5	-4,2
Itraxx Financer Sènior	54	56	-2	-0,5	-5,6
Itraxx Financer Subordinat	87	89	-2	-5,5	-13,4

Tipus de canvi

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,162	1,153	0,8	-1,1	-0,6
EUR/JPY (iens per euro)	185,590	181,430	2,3	0,9	8,0
EUR/GBP (lliures per euro)	0,857	0,855	0,3	-1,6	-0,9
USD/JPY (iens per dòlar)	159,740	157,400	1,5	1,9	8,6

Primeres matèries

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
Índex Bloomberg de primeres matèries	141,4	132,1	7,1	28,9	37,5
Brent (\$/barril)	90,5	90,1	0,4	48,7	32,8
Or (\$/unça)	4.437,4	4.046,2	9,7	2,7	28,7

Renda variable

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	7.686,1	7.489,7	2,6	12,3	19,0
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	6.420,2	6.358,0	1,0	10,9	20,0
Ibex 35 (Espanya)	19.974,1	19.782,9	1,0	15,4	33,7
PSI 20 (Portugal)	9.437,2	9.116,0	3,5	14,2	21,6
Nikkei 225 (Japó)	66.311,9	64.362,0	3,0	31,7	55,2
MSCI emergents	1.719,3	1.665,9	3,2	22,4	36,6

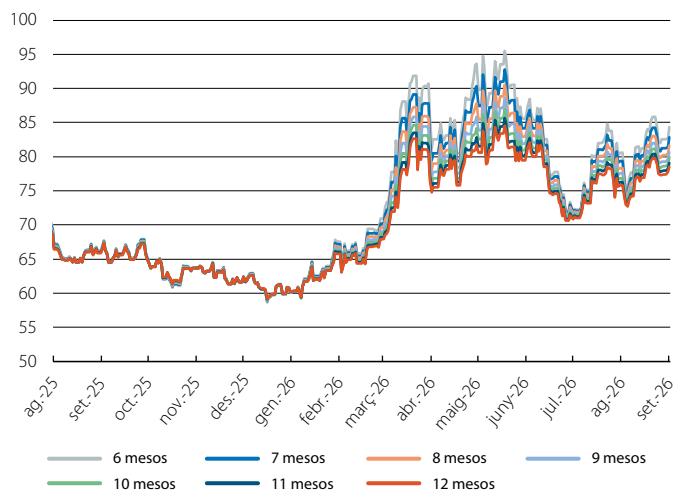
L'economia global resisteix, però els desafiaments no afluixen

L'economia global continua pendent dels vaivens geopolítics, amb el focus posat al Pròxim Orient. L'estiu va començar amb negociacions entre l'Iran i els EUA i amb expectatives d'una normalització progressiva del trànsit per l'estret d'Ormuz, que va afavorir la distensió del petroli al juny. No obstant això, la represa de les hostilitats va provocar un nou repunt dels preus. El Brent es va mantenir volàtil durant l'agost, amb una mitjana al voltant dels 90 dòlars per barril, mentre que els futurs a 6-12 mesos van oscil·lar al voltant dels 80 dòlars per barril. De fons, la preocupació per les possibles interrupcions de subministrament i uns inventaris globals en nivells històricament baixos continuen tensionant el mercat energètic. A més a més, hi ha incertesa sobre els fluxos reals de transport marítim de cru, atesa una informació cada cop més opaca. El gas natural liquat també es va encarir de manera notable a l'agost, impulsat per una oferta més limitada del que s'esperava i pel fort consum elèctric associat a les altes temperatures registrades a Europa a l'estiu. El TTF, la principal referència per a Europa, va superar els 60 €/MWh per a lliuraments fins a l'hivern. En conjunt, l'economia mundial continua pendent d'unes tensions geopolítiques que, si es redueixen, podrien alleujar els preus de l'energia i la pressió sobre l'activitat, però amb riscos importants.

L'activitat global va continuar resistint en el 2T, malgrat un xoc energètic mundial. A la zona de l'euro, el PIB va créixer el 0,6% intertrimestral (el 0,3% sense Irlanda) i va superar les expectatives, gràcies a un comportament millor del que s'esperava en economies com Alemanya (el +0,3%), Itàlia (el +0,2%) i Espanya (el +0,7%), mentre que França es va estancar (el 0,0%, després del -0,2% del 1T). Als EUA, l'economia va mantenir un creixement sòlid del 0,4% intertrimestral en el 2T, secundada per la fortalesa de la demanda interna, en particular per la despesa de les famílies i per la inversió no residencial. Les economies del Regne Unit i del Japó també van registrar un funcionament favorable, amb avanços del PIB del 0,4% i del 0,3% intertrimestral, respectivament. En el cas britànic, el creixement es va basar en la demanda interna, mentre que, al Japó, hi van contribuir el sector exterior i el suport de la política fiscal.

El 3T va mantenir el to positiu, tot i que amb excepcions i amb el retorn dels aranzels. A la zona de l'euro, els indicadors disponibles apunten a un bon dinamisme de l'economia al juliol i a l'agost, amb els PMI situant-se en nivells expansius. En particular, els PMI de manufactures s'han situat en els 52,7 punts a l'agost (vs. els 51,9 del juliol), un màxim de més de dos anys, mentre que els PMI dels serveis es van situar en els 51,6 punts (vs. els 51,7 anteriors). Als EUA, els indicadors empresarials continuen mostrant robustesa, tot i que comencen a sorgir senyals de moderació en el consum privat i al mercat laboral. D'altra banda, després del fracàs de les negociacions entre els EUA i el Canadà, l'Administració nord-americana va imposar, al final d'agost, un aranzel addicional del 50% a les importacions canadenques per valor de 20.000 milions de dòlars i apujarà al 50%

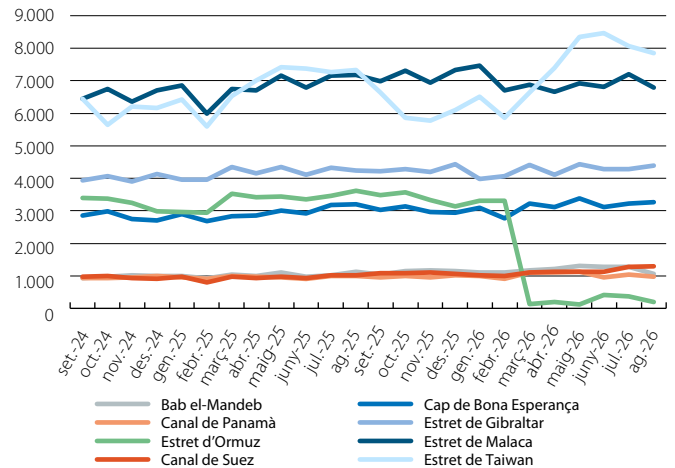
Brent: preu dels futurs (Dòlars per barril)



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

Global: trànsit marítim pels principals punts crítics

Nombre total de vaixells

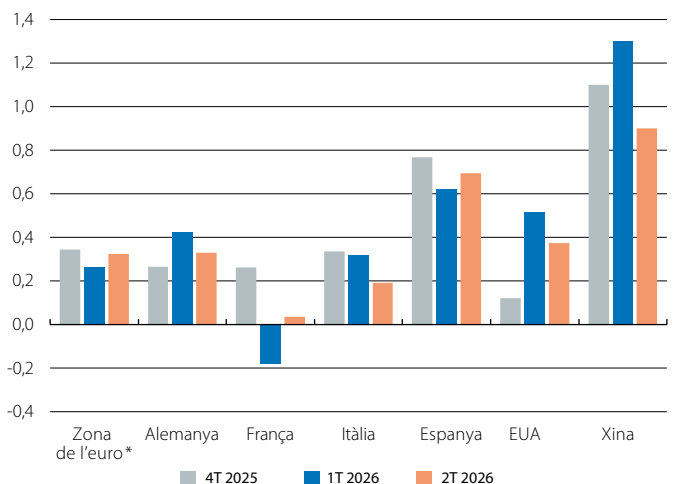


Nota: S'inclouen vaixells granelers, vaixells cisterna per a productes químics, portacontenidors, vaixells de càrrega general, petroliers i de gas (GNL i GPL).

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

Global: PIB

Variació intertrimestral (%)



Nota: * Zona de l'euro sense Irlanda.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, del BEA i de l'Oficina d'Estadística de la Xina.

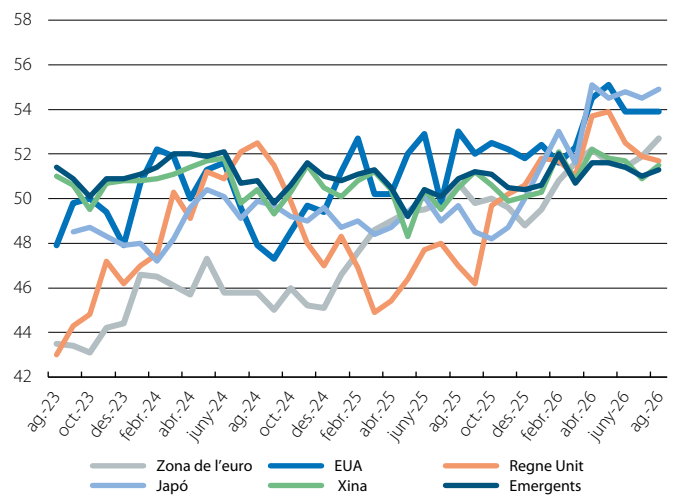
els aranzels al sector automobilístic canadenc el 2027. El Govern del Canadà va anunciar que respondrà amb mesures equivalents, la qual cosa pesarà sobre l'activitat de la regió nord-americana al llarg dels propers mesos. Per la seva banda, l'economia xinesa va mostrar una pèrdua d'impuls durant l'estiu. Les vendes al detall i la producció industrial es van desaccelerar al juliol i van reflectir una feble demanda interna, agreujada parcialment per fenòmens meteorològics extrems. Malgrat una lleugera recuperació a l'agost (el PMI compost Rating Dog es va situar en els 52,1 punts, en relació amb els 50,8 del juliol), el repunt a la indústria s'explica per l'impuls de la demanda externa, mentre que persisteix la feblesa de la construcció i dels serveis. Davant aquest context, les autoritats han reiterat la seva intenció d'accelerar l'execució de la despesa pública durant la segona meitat de l'any, tot i que no han anunciat les noves mesures d'estímul.

El xoc energètic continua empenyent els preus a l'alça. La inflació de la zona de l'euro va repuntar al 3,3% a l'agost (vs. el 2,9% del juliol), impulsada, sobretot, per l'encariment de l'energia, mentre que la inflació nucli va recular lleugerament fins al 2,4% (vs. el 2,5% del juliol). L'augment va ser generalitzat entre les principals economies, i Espanya va registrar l'avanç més important ([vegeu la conjuntura d'Economia espanyola](#)). La dada va ser coherent amb les expectatives i reforça la probabilitat d'una nova pujada de tipus del BCE al setembre. A mitjà termini, la clau continuarà sent si el xoc energètic es trasllada a la resta de preus. Als EUA, la inflació general i la nucli van caure 0,1 p. p. al juliol (fins al 3,4% i el 2,5%, respectivament), però es mantenen les pressions inflacionistes. En aquest context, i atesa la pujada dels tipus sobirans nord-americans al llarg dels últims mesos, el nou president de la Fed, Kevin Warsh, va transmetre a Jackson Hole una visió optimista de l'activitat econòmica nord-americana i es va mostrar més preocupat per la inflació. Les últimes dades fan pensar que el procés de desinflació avança més lentament del desitjat, la qual cosa ha reforçat les expectatives dels mercats financers que la Fed endureixi la seva política monetària abans del final d'enguany ([vegeu la conjuntura de Mercats financers](#)).

Les economies emergents van mostrar una resistència notable al xoc energètic, però continuen en una posició relativament més fràgil. Malgrat que l'encariment de l'energia va afectar el consum en països importadors de petroli, una gran part d'Àsia va mantenir un creixement sòlid gràcies a la regulació dels preus, als subsidis energètics i al bon comportament de la demanda interna. A més a més, el *boom* d'inversió en IA va impulsar les exportacions tecnològiques d'economies com Vietnam, Malàisia, Taiwan i Corea. L'Índia continua sorprenent en positiu i va registrar un creixement del 7,8% interanual en el 2T (vs. el 8,6% del 1T), amb el suport de la fortalesa de la demanda interna i del bon comportament de les exportacions. Així mateix, l'efecte negatiu del conflicte ha estat contingut, i s'espera que l'activitat recuperi una mica d'impuls en els propers mesos. D'altra banda, unes pressions inflacionistes més intenses i el repunt dels tipus sobirans a nivell global podrien comportar noves dificultats, sobretot als països que presentin més desequilibris macroeconòmics i fiscals de partida.

Global: PMI de manufactures

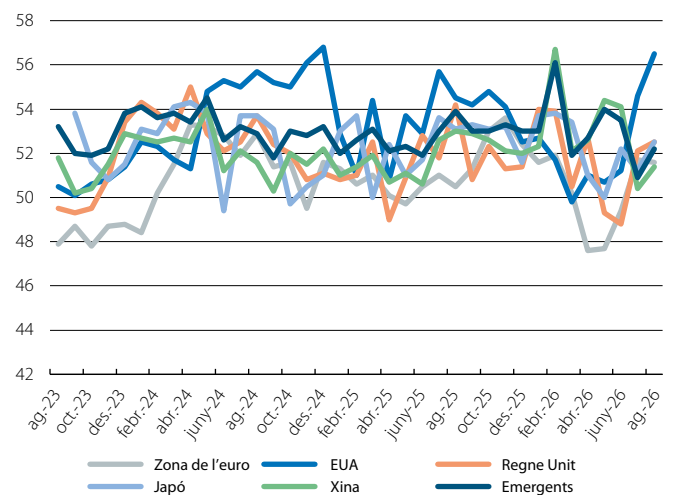
Nivell



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

Global: PMI de serveis

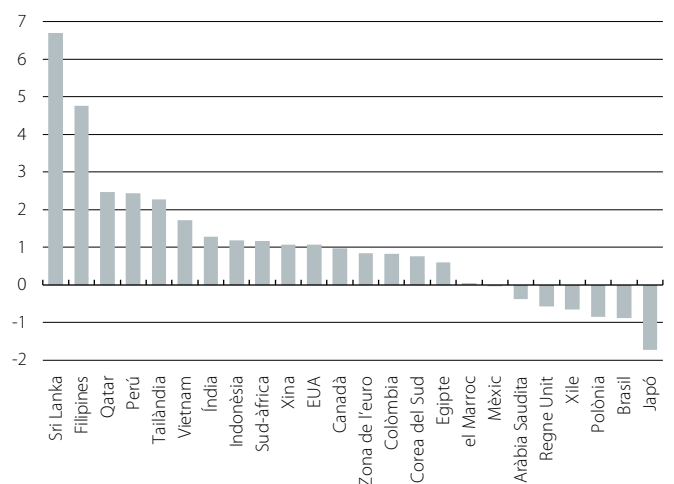
Nivell



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

Global: IPC

Diferencial d'inflació (p. p.) *



Nota: * Mitjana del març-agost 2026 vs. 2025.

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

El nou escenari d'aranzels als EUA (edició tornada a l'escola 2026)

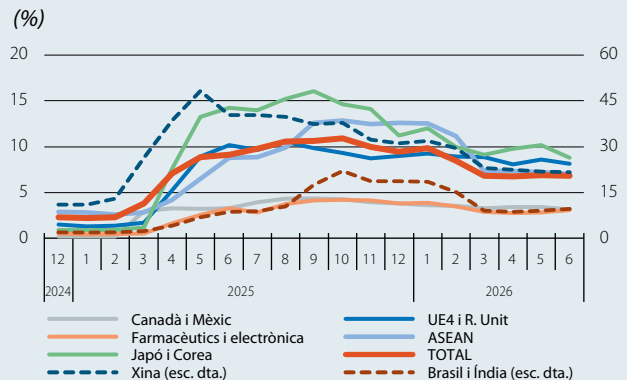
Pocs temes econòmics han tingut tantes anades i vingudes en tan poc temps com la saga aranzelària de l'Administració Trump 2.0. En tot just 18 mesos, els analistes (no diguem ja les empreses connectades al comerç internacional) hem viscut en una autèntica muntanya russa: l'icònic *Liberation Day*; l'escalada sense precedents amb la Xina, amb aranzels superiors al 100%, o l'episodi de Groenlàndia, dins les amenaces habituals a la UE. Davant aquestes posicions maximalistes, els acords amb els principals socis comercials van moderar els aranzels anunciats, mentre que la reconfiguració de les importacions va reduir la seva incidència efectiva. El 2026, aquesta desescalada ha fet un salt addicional quan el Tribunal Suprem ha invalidat els aranzels generals aprovats mitjançant la legislació d'emergència econòmica. Un cop esgotat l'aranzel temporal que els ha substituït, les noves mesures que recull la secció 301 de la Llei de Comerç i els aranzels sectorials dibuixen un escenari que canvia més la naturalesa dels instruments que el gravamen mitjà.

Aranzels efectius: estabilitat després de la desescalada

Les ordres executives adoptades entre el febrer i l'abril del 2025 van comportar una profunda revisió del règim aranzelari aplicat pels EUA a les seves importacions.¹ D'acord amb les dades de recaptació duanera i d'importacions, l'aranzel efectiu mitjà va augmentar des d'una mica més del 2% al començament del 2025 fins al voltant del 7% a l'abril i va assolir un màxim pròxim a l'11% a l'octubre. En aquell moment, les mesures ja s'aplicaven plenament, s'havia diluït l'efecte anticipació impulsat per les importacions de productes inicialment exempts, com els farmacèutics i electrònics, i s'havien revisat a l'alça alguns dels aranzels anunciats el *Liberation Day*, en especial els aplicats al Brasil i a l'Índia (vegeu el primer gràfic).

De llavors ençà, hem assistit a una desescalada progressiva, impulsada per tres factors de naturalesa i d'abast molt diferents: les negociacions comercials bilaterals, la reconfiguració de les importacions nord-americanes i la sentència del Tribunal Suprem. En primer lloc, els acords assolits l'any passat van comportar reduccions significatives en relació amb els aranzels del *Liberation Day*, en especial per als països del sud-est asiàtic, però també per a la Xina, després de la treva del novembre del 2025, i per a la UE, en comparació amb les amenaces proteccionistes prèvies.² En segon lloc, els canvis en el nivell relatiu dels aranzels per producte i per soci comercial han comportat variacions significatives en la composició de les importacions, amb el desplaçament d'una part de les compres des de la Xina cap a altres proveïdors asiàtics, com el Vietnam, en determinades manufactures intensives en treball, i Taiwan, en productes tecnològics.³ També ha guanyat quota

Aranzel efectiu mitjà sobre les importacions dels EUA: principals grups de socis comercials



Notes: UE4 = Alemanya, França, Itàlia i Espanya. ASEAN = Cambodja, Filipines, Indonèsia, Malàisia, Tailàndia i Vietnam. Farmacèutics i electrònica (productors) = Bèlgica, Irlanda, els Països Baixos, Suïssa, Singapur i Taiwan. Pes dels fluxos de comerç el 2025.

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

al mercat nord-americà Mèxic, afavorit per l'augment de la proporció d'importacions que acrediten el compliment de les regles d'origen de l'United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA), la qual cosa hauria esmorteït una part de la pujada aranzelària.⁴ A això s'ha sumat la fortaleza de la demanda nord-americana de productes electrònics vinculada al cicle inversor de la IA.

En tercer lloc, la sentència del Tribunal Suprem del 20 de febrer del 2026 va considerar que el recurs a la Llei d'Emergència Econòmica (IEEPA) no era la via legal adequada per a l'establiment d'aranzels generals i que, en tractar-se d'una mesura de naturalesa tributària, requeria l'autorització del Congrés.⁵ D'aquesta manera, aranzels que representaven al voltant de dos terços de l'augment del gravamen mitjà des del començament del 2025 quedaven sense validesa i obrien la via a la devolució del que s'havia recaptat a les empreses importadores.⁶ El mateix dia del dictamen, una proclamació presidencial va activar la secció 122 de la Llei de Comerç –prevista per respondre a problemes fonamentals de la balança de pagaments– i va establir un aranzel general transitori del 10% durant 150 dies.

Aquest conjunt de factors ha contribuït de forma decisiva a reduir l'aranzel efectiu mitjà en 4 p. p. i a situar-ho, des del març del 2026, lleugerament per sota del 7%, el nivell més baix des de la primavera de l'any passat.

1. Vegeu el Focus «[On som i cap a on anem amb els aranzels dels EUA?](#)», a l'IM06/2025.

2. Vegeu la Nota Breu «[Acord comercial entre els EUA i la Unió Europea](#)» del 29 de juliol del 2025.

3. Vegeu el Focus «[El nou mapa de les importacions de béns dels EUA](#)», a l'IM01/2026.

4. Martínez-García, E. i Mau, R. (2026), «How USMCA compliance cushioned the 2025 tariff shock».

5. Vegeu el Focus «[10 preguntes sobre el dictamen aranzelari del Tribunal Suprem dels EUA](#)», a l'IM03/2026.

6. Segons informació d'U.S. Customs and Border Protection esmentada per The Conference Board, el 31 de juliol s'havien completat devolucions, inclosos els interessos, per uns 100.000 milions de dòlars; les sol·licituds acceptades per a tramitació ascendien a 128.680 milions, en relació amb uns 166.000 milions recaptats en total sota la IEEPA.

Polítiques anunciades: tot canvia perquè els aranzels es mantinguin

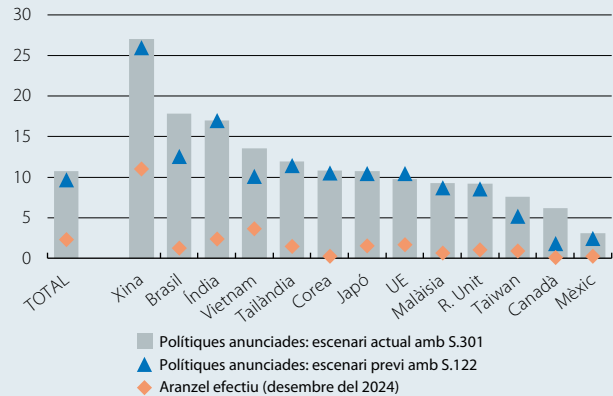
L'expiració, el 24 de juliol, de l'aranzel transitori sota la secció 122 no ha representat el retorn a l'escenari anterior a l'Administració Trump 2.0. Aquest mateix dia van entrar en vigor els nous gravàmens aprovats sota la secció 301, després de les investigacions obertes al març sobre les prohibicions adoptades pels principals socis comercials dels EUA a la importació de béns produïts totalment o parcialment amb treball forçós i sobre el seu grau efectiu d'aplicació.

Les mesures afecten 60 economies, que representen la pràctica totalitat de les importacions nord-americanes. El Canadà, Mèxic, el Regne Unit i l'Índia queden subjectes, amb caràcter general, a un recàrrec addicional del 10%, que, en el cas de la Xina, puja al 12,5%. Per a altres socis comercials, el nou gravamen completa l'aranzel de nació més afavorida (NMF) aplicat a cada producte quan aquest se situa per sota d'un llindar: fins a un tipus total del 10% per a la UE i Taiwan i del 12,5% per al Japó, Corea del Sud i Suïssa, per sota, en tots els casos, del 15% fixat en els acords comercials assolits des de l'estiu del 2025. Es mantenen, a més a més, les exempcions per a determinats productes, inclosos els béns del Canadà i de Mèxic alineats amb els requisits de l'USMCA i aquells ja subjectes a mesures sectorials sota la secció 232 de la Llei d'Expansió Comercial. El nou règim també exigeix determinades primeres matèries i determinats *inputs* crítics, sense els quals es podrien generar problemes de proveïment, com minerals crítics i fertilitzants, i dona un tracte preferent als tèxtils centreamericans i dominicans que compleixen les condicions de l'acord CAFTA-DR, al mateix temps que preveu futurs contingents per a importacions d'aquests productes des de determinats socis asiàtics, vinculats a la compra de cotó i d'articles tèxtils nord-americans.

Les mesures sectorials conformen el segon gran pilar del nou esquema. La secció 232 permet establir aranzels per motius de seguretat nacional i ja cobreix, entre d'altres, l'acer, l'alumini i els automòbils. Al sector farmacèutic, l'Administració nord-americana va materialitzar, a l'abril, la mesura anunciada al setembre del 2025: un aranzel de fins al 100% sobre determinats medicaments patentats i sobre els seus ingredients. El règim contempla tipus inferiors o exempcions en funció del país d'origen, així com compromisos empresarials d'inversió i de producció als EUA, mentre que els medicaments genèrics queden, ara com ara, exempts. En aviació comercial, va obrir, al juliol, un termini de negociació fins al final de l'any abans de decidir possibles mesures addicionals.

Tenint en compte aquesta superposició d'instruments i realitzant hipòtesis raonables sobre l'abast de les exempcions vigents, estimem que l'aranzel mitjà implícit en les polítiques anunciades se situaria al voltant de l'11%, xifra amb prou feines 1 punt superior a l'estimació prèvia sota la temporalitat de la secció 122. L'ordenació relativa dels principals socis comercials tampoc es modifica de manera substancial (vegeu el segon gràfic). Mèxic i el Canadà continuen entre els socis amb una càrrega aranzelària menor, gràcies a les exempcions de l'USMCA, mentre que la UE es manté lleugerament per sota de la mitjana. En canvi, la Xina, el Brasil i l'Índia se situen a la part alta de la distribució, amb un salt especialment significatiu en el cas brasiler per l'aplicació d'un gravamen addicional

Aranzel mitjà dels EUA segons les polítiques anunciades: principals socis comercials (%)



Nota: L'estimació pondera per l'estructura d'importacions dels EUA el 2025.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de COMTRADE i de la Casa Blanca.

del 25% derivat d'una altra investigació bilateral sota la secció 301, aquesta vegada sobre un ampli ventall de pràctiques comercials. Per a diversos socis asiàtics, el nou esquema substitueix els tipus generals pactats de manera bilateral el 2025 per recàrrecs que s'afegeixen a l'aranzel NMF, amb resultats diferents en funció de la composició de les seves exportacions.

Últim capítol de la saga?

En definitiva, tot canvia... perquè (gairebé) tot continuï igual: nivells similars de protecció, però basats en una arquitectura legal més específica i procedimental.

Això no la fa immune a noves reclamacions judicials, ni evita que els aranzels es continuïn utilitzant amb objectius amplis: instrument de pressió comercial, com ho mostren els gravàmens addicionals del 50% en vigor des de l'agost sobre un ampli espectre de productes canadencs i l'amenaça de la seva extensió a automòbils i a components el 2027, a la qual el Canadà ja ha respost amb mesures equivalents; palanca geopolítica i reguladora, amb l'inici recent d'una investigació contra la UE després de la multa milionària a Google, o amb finalitats de seguretat nacional i de política industrial, a les quals responen els nous aranzels als drons i als seus components. De cara als propers mesos, les principals incerteses es concentren en diversos fronts. Les investigacions encara obertes sota la secció 301 sobre l'excés estructural de capacitat productiva a 16 economies podrien desembocar en noves mesures aranzelàries, igual que l'ofensiva creixent contra el transbordament il·legal de mercaderies a través de tercers països,⁷ mentre que la decisió dels EUA de no prorrogar l'USMCA en els seus termes actuals propicia un procés de revisions anuals i prolonga els dubtes sobre la seva futura configuració. Persisteix, així mateix, el qüestionament de l'estabilitat de la treva amb la Xina, sostinguda per un fràgil equilibri de dependències en semiconductors, en tecnologia avançada i en minerals crítics, amb la carrera per la IA de fons.⁸

David Martínez Turégano

7. Casa Blanca (2026), «The great transshipment scam».

8. Vegeu el Dossier «Present i futurs de la nova economia», a l'IM05/2026.

Irlanda, el país que trastoca les estadístiques europees

Quan Eurostat publica el creixement del PIB per a la zona de l'euro, Alemanya, França, Itàlia o Espanya són els grans determinants del resultat final. No obstant això, en els últims anys, Irlanda ha estat la responsable de les majors revisions i distorsions de les xifres de la zona de l'euro, tant a l'alça com a la baixa. Com pot ser que un país de tot just 5 milions d'habitants tingui la capacitat d'alterar les estadístiques d'una regió amb més de 350 milions de persones?

La resposta no depèn de la dimensió del país, sinó de la forma en què registren dins les seves fronteres una part força important de l'activitat econòmica global. Irlanda s'ha convertit en una plataforma global d'operacions per a algunes de les multinacionals més grans del món, sobretot farmacèutiques, tecnològiques, de propietat intel·lectual o de *leasing* d'aeronaus. És a dir, un nombre reduït d'empreses, que realitzen operacions de gran volum, provoca que les dades de la comptabilitat nacional no es comportin com els d'una economia «a l'ús».

El marc fiscal i legal d'Irlanda ha estat un imant per a les multinacionals

Irlanda ja ocupava abans del 2015 una posició atractiva com a plataforma europea per a les multinacionals, gràcies a una combinació d'un impost de societats reduït, d'un entorn legal favorable i d'un règim especialment atractiu per a la localització d'actius intangibles (patents, *software*, marques o drets d'explotació). No obstant això, el 2015 va marcar un punt d'inflexió.

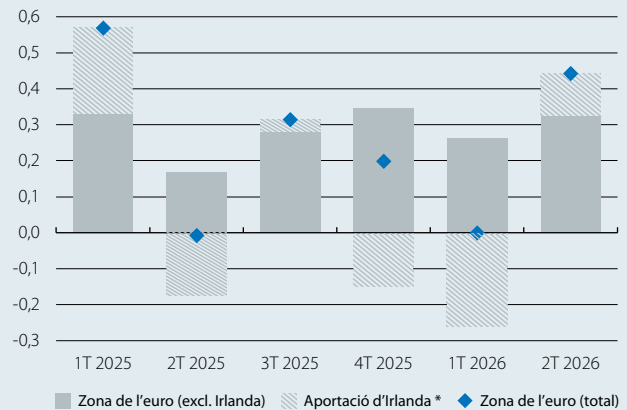
D'una banda, l'enduriment del marc internacional contra determinades estratègies d'«enginyeria fiscal» va empènyer moltes multinacionals a reorganitzar la localització dels seus actius intangibles i d'una part de les seves operacions corporatives. De l'altra, el règim fiscal irlandès permetia amortitzar fiscalment els actius intangibles en condicions especialment favorables. El resultat va ser que Irlanda va sortir reforçada com a destinació per als actius intangibles i per a algunes funcions de moltes empreses, sobretot tecnològiques i farmacèutiques, ja que oferia un entorn institucional estable, seguretat jurídica i ple accés al mercat únic europeu. I aquí rau la clau de la singularitat irlandesa: en una economia petita, la relocalització d'actius de gran valor pot modificar de manera important les seves estadístiques d'inversió, d'exportacions, de valor afegit i de PIB.

El PIB d'Irlanda pot donar una imatge distorsionada de l'evolució de la seva economia

L'efecte inicial d'aquest trasllat d'actius intangibles ens pot xocar. Quan una multinacional decideix traslladar a Irlanda la propietat d'una patent, d'un *software* o d'una marca comercial, equival a adquirir un actiu per part d'Irlanda,

Zona de l'euro: PIB

Variació intertrimestral (%)

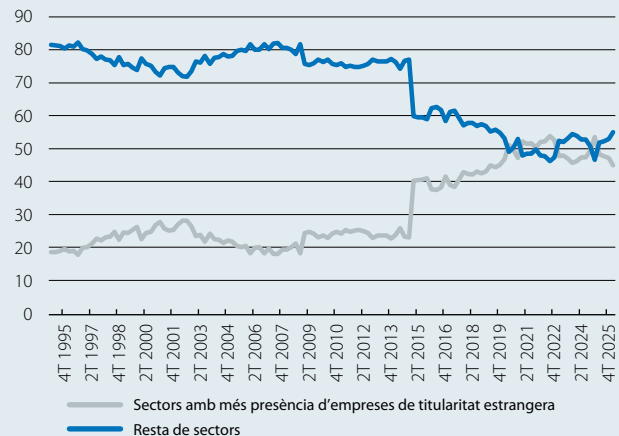


Nota: * Aportació d'Irlanda al creixement intertrimestral de la zona de l'euro en p. p.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat del 14 d'agost del 2026.

VAB: empreses estrangeres vs. resta

VAB total (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Central Statistics Office.

que registra aquesta operació com una inversió. No obstant això, aquest actiu (una patent, per exemple), en estar localitzat a l'estranger, s'ha de comptar, al mateix temps, com una importació de serveis (R+D o propietat intel·lectual).¹ Per tant, en el trimestre en què es du a terme l'operació, l'impacte sobre el PIB és gairebé neutral. No obstant això, quan aquests intangibles ja s'han incorporat a l'estoc de capital de l'economia, comencen a generar fluxos d'exportacions de serveis (per exemple, en forma de llicències) i contribueixen de manera persistent al creixement del PIB en els anys posteriors.²

1. PIB pel costat de la demanda = consum privat + despesa pública + inversió + exportacions – importacions.

2. Vegeu BCE, «Intangible Assets of Multinational Enterprises in Ireland and their Impact on Euro Area Activity», Occasional Paper Series, núm. 350.

Aquestes pràctiques expliquen les importants variacions que pateixen la formació bruta de capital fix (FBCF), les exportacions i el valor afegit d'Irlanda. També expliquen el notable pes dels actius intangibles dins la inversió irlandesa: en els últims anys, representen més del 50% de tota la FBCF a Irlanda, més del doble que a les principals economies de la zona de l'euro. La sobreexposició d'Irlanda a aquests actius es confirma en comprovar que, de mitjana des del 2015, el pes d'Irlanda en el PIB de la zona de l'euro és inferior al 4,0%, però concentra més del 10% de la inversió de la regió en actius intangibles. La resta de grans economies tenen una aportació a la inversió en actius intangibles de la zona de l'euro molt més coherent amb el pes de les seves economies.

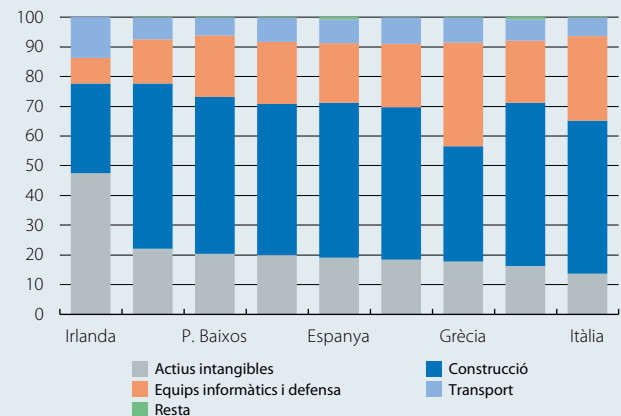
En conseqüència, en un context d'apatia del consum de les famílies, de la despesa pública o de la inversió vinculada a l'economia interna, es pot donar el cas que el PIB creixi amb força a Irlanda per decisions adoptades per unes poques multinacionals el negoci efectiu de les quals es desenvolupa fora de les seves fronteres. I, al contrari: el PIB d'Irlanda pot caure intensament tot i que el seu creixement intern es mantingui sòlid.

Per aquest motiu, l'oficina d'estadística irlandesa està elaborant indicadors que intenten separar l'activitat interna de les partides més volàtils associades a les multinacionals. Entre aquests indicadors destaca la demanda interna final modificada (MFDD, per les sigles en anglès), que aproxima millor l'activitat interna del país, ja que inclou el consum de les llars i de les Administracions públiques i la inversió en activitats vinculades a l'economia nacional. Aquesta mesura exclou les compres de propietat intel·lectual, les aeronaus destinades al *leasing* i altres components més vinculats a les decisions de les multinacionals i que sí que computen al PIB.³ Les dades confirmen aquesta estabilitat de la MFDD en relació amb el PIB. Per exemple, en el 3T 2024, el PIB va créixer el 7,6% intertrimestral, però la MFDD va llançar un augment de l'1,1%. En canvi, en el 1T 2026, el PIB va recular el 7,6% intertrimestral, però la MFDD va registrar un modest increment del 0,3%. A més a més, la MFDD ha crescut més del 25% des del 4T 2019, en relació amb l'avanç d'una mica més del 6,0% registrat per la zona de l'euro sense Irlanda.

Irlanda és una prova que la dimensió no sempre és el que importa

El pes de les multinacionals i dels actius intangibles ha convertit Irlanda en un actor molt rellevant per a les estadístiques agregades de la zona de l'euro. Tant és així que, en alguns trimestres, ens hem de preguntar quina part de l'evolució de l'economia de la zona de l'euro respon al comportament cíclic de les grans economies i quina part

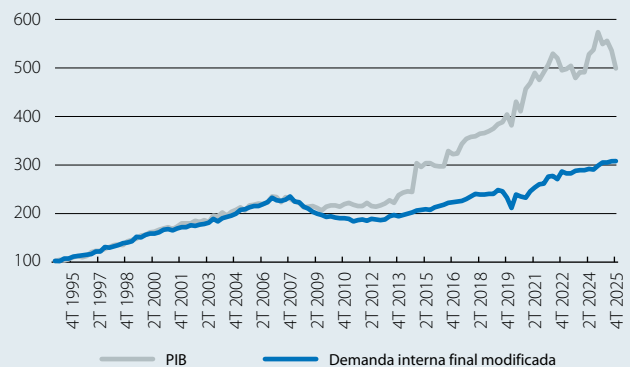
FBCF per actius (% del total a cada país) *



Nota: * Mitjana del 2021-2025.

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

PIB vs. demanda interna final modificada * Índex (100 = 1T 1995)



Nota: * La demanda interna final modificada permet mesurar millor el pols de l'activitat interna irlandesa, ja que se centra en el consum i en la inversió vinculats a l'activitat domèstica i exclou les operacions de les multinacionals –com la propietat intel·lectual o el *leasing* d'aeronaus– que poden distorsionar el PIB.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Central Statistical Office.

reflecteix l'impacte de les operacions concentrades a Irlanda. Aquesta distinció és prou important perquè el BCE mateix, en el quadre de previsions, inclogui un càlcul del PIB de la zona de l'euro basat en el PIB d'Irlanda i un altre en la MFDD.

Irlanda no distorsiona les estadístiques perquè tingui un pes molt elevat dins l'economia de la zona de l'euro, sinó perquè és el país on es registra una part rellevant de l'economia intangible global. El PIB continua sent una variable imprescindible per analitzar una economia, però el cas d'Irlanda ens recorda que, a vegades, cal «gratar» més enllà del titular per comprendre l'evolució d'aquesta economia, així com per prendre el pols de la zona de l'euro d'una forma més fiable.

Rita Sánchez Soliva

3. Vegeu: <https://www.cso.ie/en/interactivezone/statisticsexplained/nationalaccountsexplained/modifiedgni/>.

Percentatge de variació en relació amb el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

ESTATS UNITS

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Activitat									
PIB real	2,8	2,1	2,3	2,0	2,7	2,1	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,4	4,5	4,6	3,9	4,6	5,6	5,7	4,8	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	96,1	97,4	94,2	90,7	92,2	92,2	90,2	89,4
Producció industrial	–0,7	1,1	1,7	1,6	0,8	1,4	1,3	1,1	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,7	48,2	52,6	53,3	53,3	55,6	54,6
Habitatges iniciats (milers, mitjana mensual)	1.370	1.356	1.347	1.323	1.418	1.337	1.415	1.239	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (index)	330	339	338	341	343	343	344	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,3	4,5	4,3	4,3	4,2	4,1	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,1	59,8	59,6	59,7	59,3	59,1	59,0	58,9	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,3	–3,4	–3,1	–2,5	–2,3	–2,3	–2,3	...
Preus									
Inflació general	3,0	2,7	2,9	2,7	2,7	3,9	3,5	3,4	...
Inflació nucli	3,4	2,9	3,1	2,6	2,5	2,7	2,6	2,5	...

JAPÓ

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Activitat									
PIB real	0,1	1,2	0,6	0,4	0,5	0,7	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	37,2	34,7	34,8	36,7	36,9	33,2	33,8	34,9	35,5
Producció industrial	–3,0	0,1	–1,1	–1,3	1,2	1,9	3,1	4,2	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	14,0	15,0	17,0	22,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	2,5	2,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,2	–0,3	...
Preus									
Inflació general	2,7	3,2	3,0	2,5	1,4	1,5	1,7	1,9	...
Inflació subjacent	2,5	3,0	3,2	3,0	2,5	1,8	1,7	1,9	...

XINA

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Activitat									
PIB real	5,0	5,0	4,8	4,5	5,0	4,3	–	–	–
Vendes al detall	3,3	3,8	2,4	0,7	2,4	0,2	1,0	0,6	...
Producció industrial	5,6	5,9	5,8	5,0	6,0	4,6	5,3	4,5	...
PMI manufactures (oficial)	49,8	49,6	49,5	49,4	49,6	50,2	50,3	49,2	49,8
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.186	1.174	1.186	1.174	1.176	1.176	1.190	...
Exportacions	4,6	5,5	6,5	3,8	14,5	20,0	26,8	23,6	...
Importacions	1,0	0,3	4,7	3,7	23,5	29,4	35,8	27,6	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,1	–0,2	0,6	0,8	1,1	1,0	0,5	...
Tipus d'interès de referència ³	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi per dòlar	7,2	7,2	7,2	7,1	6,9	6,8	6,8	6,8	6,7

Notes: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. 2. Milers de milions de dòlars. 3. Final del període.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departament de Comunicacions del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Refinitiv.

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Vendes al detall (variació interanual)	1,3	2,4	1,9	2,3	2,0	1,2	0,7	...	...
Producció industrial (variació interanual)	-2,9	1,6	1,5	1,9	-1,6	0,1	0,1	...	...
Confiança del consumidor	-12,6	-13,4	-13,7	-13,0	-13,7	-19,0	-17,6	-15,9	-15,5
Sentiment econòmic	95,9	95,9	95,8	97,0	98,1	94,5	95,6	97,1	98,4
PMI manufactures	45,9	49,1	50,1	49,5	50,6	51,7	51,4	51,9	52,7
PMI serveis	51,5	51,3	50,9	53,0	51,2	48,2	49,4	51,7	51,6
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,0	0,7	0,7	0,7	0,5	...	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,4	6,3	6,3	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,4	3,7	3,8	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	...
França (% pobl. activa)	7,4	7,7	7,8	8,0	8,2	8,3	8,3	8,3	...
Itàlia (% pobl. activa)	6,6	6,0	5,9	5,7	5,5	5,6	5,8	5,8	...
PIB real (variació interanual)	1,0	1,3	1,2	1,1	0,5	1,0	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	0,0	0,3	0,3	0,3	0,7	1,0	-	-	-
França (variació interanual)	1,4	0,9	0,8	1,1	0,7	0,5	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	0,6	0,7	0,7	0,9	0,8	1,0	-	-	-

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
General	2,4	2,1	2,1	2,1	2,0	3,0	2,8	2,9	3,3
Nucli	2,8	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,4	2,5	2,4

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en % del PIB dels 4 últims trimestres, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Saldo corrent	3,0	2,0	2,2	2,0	2,1	2,1	2,1	...	...
Alemanya	5,8	4,5	4,6	4,5	4,3	4,4	4,4	...	...
França	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	...	...
Itàlia	1,1	1,1	1,1	1,1	1,4	1,3	1,3	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,2	96,1	97,8	97,5	97,2	96,7	96,1	96,1	96,9

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	0,8	2,7	2,9	3,0	3,0	3,8	4,0	4,4	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	0,5	2,2	2,5	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	4,9	3,4	3,2	3,3	3,3	3,4	3,6	3,6	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	4,6	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	-3,9	5,0	5,6	5,4	5,2	3,9	3,6	3,3	...
Altres dipòsits a curt termini	12,4	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	1,7	2,8	3,8	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	4,4	0,9	0,8	2,8	4,4	4,2	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	3,0	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	...

Notes: 1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda. 2. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 3. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 5. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.

L'economia espanyola resisteix l'embat energètic

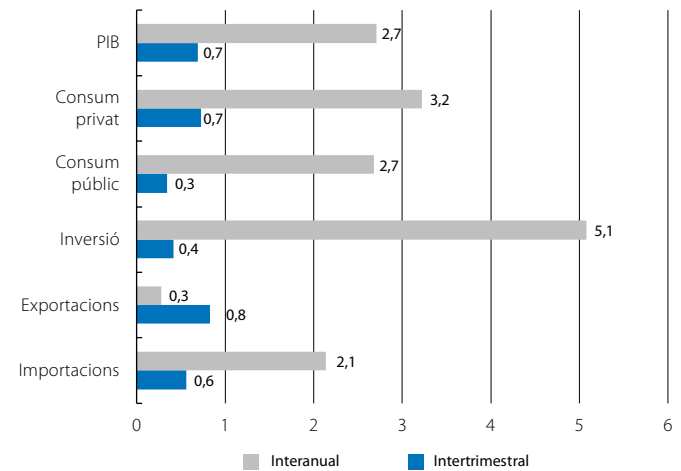
L'economia espanyola manté un creixement notable, tot i que la intensificació del conflicte entre els EUA i l'Iran torna a tensionar l'escenari. Malgrat les dificultats de l'entorn internacional, l'economia espanyola va tornar a demostrar la seva capacitat de resiliència amb un avanç del PIB del 0,7% intertrimestral en el 2T 2026: 0,1 p. p. més que en el trimestre anterior i 0,2 p. p. per damunt de la nostra previsió. La composició també va ser favorable, amb avanços substancials tant del consum privat com de la inversió. Les exportacions de serveis també van exhibir un bon comportament. La dada, que reafirma la resiliència de l'economia, introdueix un biaix a l'alça sobre la nostra previsió de creixement del 2,4% per al 2026. No obstant això, la represa de les hostilitats entre els EUA i l'Iran des del juliol i les dificultats per normalitzar el trànsit per l'estret d'Ormuz han impulsat de nou a l'alça els preus del petroli i del gas. Aquest encariment energètic ja s'està traslladant a la inflació i obliga a mantenir la cautela. Així i tot, l'economia afronta aquest nou embat des d'una posició de fortaleza.

Els primers indicadors disponibles del 3T mostren que l'activitat manté un bon to, tot i que hi ha clarobscur. Al juliol i a l'agost, el PMI dels serveis va repuntar de manera substancial i va assolir una mitjana de 58,1 punts, en relació amb els 50,7 punts de la mitjana del trimestre anterior. És una cota elevada que denota un ritme substancial de creixement al sector. Per la seva banda, el PMI del sector manufacturer s'ha moderat lleugerament, fins situar-se en una mitjana de 49,9 punts al juliol i a l'agost, en relació amb els 50,9 punts del 2T, la qual cosa fa pensar que, des de l'inici del trimestre, el creixement al sector es podria haver estancat. Els senyals procedents del consum van ser menys favorables: les vendes al detall, en termes reals i corregides d'estacionalitat, van recular el 0,3% interanual al juliol, en relació amb el creixement del 0,8% registrat en el 2T. Malgrat tot, el vigor dels serveis i l'evolució favorable del turisme, que comentarem més endavant, suggereixen que l'economia continua avançant a un ritme dinàmic a l'inici del 3T, tot i que el repunt de la inflació podria moderar progressivament la despesa de les llars.

El mercat laboral manté la seva fortaleza, però la regularització dificulta la lectura de les seves dinàmiques de fons. L'afiliació va caure a l'agost en 162.840 persones, un descens inferior a l'habitual en aquest mes (unes 193.000 persones en la mitjana dels mesos d'agost del 2023-2025), i va augmentar en prop de 84.000 afiliats en termes desestacionalitzats, un avanç substancial, superior, per exemple, a l'increment mitjà del 1T 2026, proper als 50.000 afiliats. No obstant això, aquest comportament s'explica, en bona part, per la incorporació de treballadors procedents del procés extraordinari de regularització. A l'agost, l'afiliació estrangera va augmentar en gairebé 40.000 persones, molt per damunt de la reculada habitual dels mesos d'agost. En canvi, l'evolució dels afiliats nacionals envia un missatge en direcció contrària, ja que va recular en prop de

Espanya: creixement del PIB i els seus components en el 2T 2026

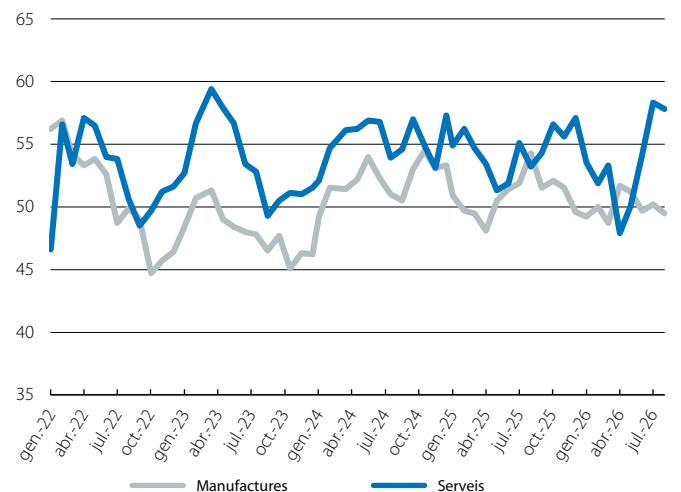
Variació (%)



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

Espanya: PMI

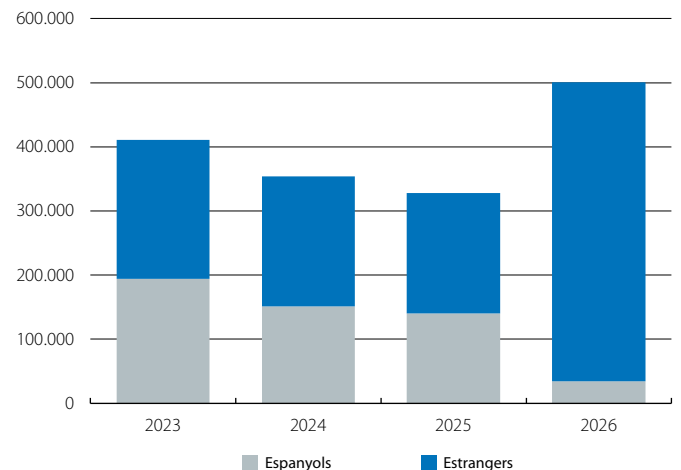
Nivell



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

Espanya: afiliació a la Seguretat Social en els mesos d'agost

Variació acumulada en l'any (milers)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Seguretat Social.

200.000, una caiguda superior als 172.000 que va registrar, de mitjana, entre els anys 2023 i 2025.

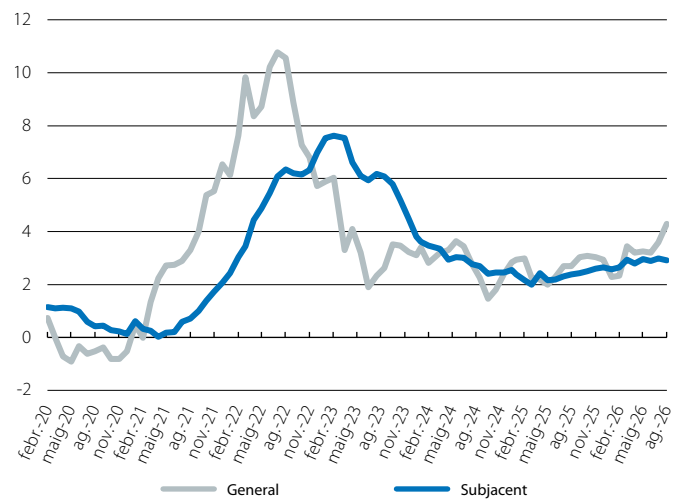
L'encariment dels carburants situa la inflació per damunt del 4% i esbiaixa a l'alça les previsions. La inflació general va augmentar 7 dècimes a l'agost, fins al 4,3%, mentre que la subjacent va recular 1 dècima, fins al 2,9%. El repunt es va concentrar, principalment, en l'energia, el preu de la qual va augmentar el 17% en termes interanuals, impulsat per l'increment del preu del petroli i per la reducció parcial de les bonificacions als carburants. Entre l'1 i el 27 d'agost, el preu de la benzina va augmentar el 7,6% intermensual i el del gasoil, el 12,4%. En canvi, la moderació de la inflació dels components subjacents apunta al fet que, ara com ara, el xoc es manté delimitat a l'àmbit energètic. L'excepció és el component dels serveis, la inflació dels quals es manté relativament elevada, en el 3,8%, condicionada per l'evolució dels preus dels serveis relacionats amb el turisme. L'enquistament del conflicte al golf Pèrsic ha mantingut les expectatives de mercat dels preus de l'energia en nivells superiors als contemplats al nostre escenari, la qual cosa introdueix riscos a l'alça sobre la nostra previsió d'inflació mitjana del 3,2% per al 2026.

El turisme confirma una temporada alta sòlida i continua actuant com a esmorteïdor del xoc. Al juliol, van arribar a Espanya prop d'11,5 milions de turistes internacionals, que van gastar 18.218 milions d'euros, el 4,6% i el 10,9% més que un any abans, respectivament. Són xifres molt superiors a les que va experimentar el sector al juliol del 2025, quan les arribades i la despesa van créixer l'1,6% i el 5,9%, respectivament. Aquests resultats són coherents amb la redirecció cap a Espanya d'una part dels fluxos turístics internacionals a causa del conflicte al Pròxim Orient i confirmen que el sector manté una elevada capacitat de tracció. No obstant això, l'encariment del transport i la pèrdua de poder adquisitiu als mercats emissors podrien limitar de forma gradual aquest impuls si les tensions energètiques es prolonguen.

L'activitat residencial repunta lleugerament al juny, però la tendència de fons continua sent de moderació. Les compravendes d'habitatge van augmentar l'1,6% interanual al juny, després de diversos mesos de reculades, i el volum acumulat en els 12 últims mesos es va situar en les 704.000 operacions. Es tracta d'un nivell històricament elevat, la qual cosa aconsella interpretar la moderació com una normalització i no com un canvi de cicle. No obstant això, el fort augment dels preus redueix de forma progressiva la capacitat de compra de les llars. A això se suma l'enduriment de les condicions financeres: al gener del 2026, l'euríbor a 12 mesos es va apropar al 2,2% i, a l'agost, ja vorejava el 3%. Per tant, és d'esperar que l'activitat residencial continuï perdent una mica d'impuls en els propers mesos.

Espanya: IPC

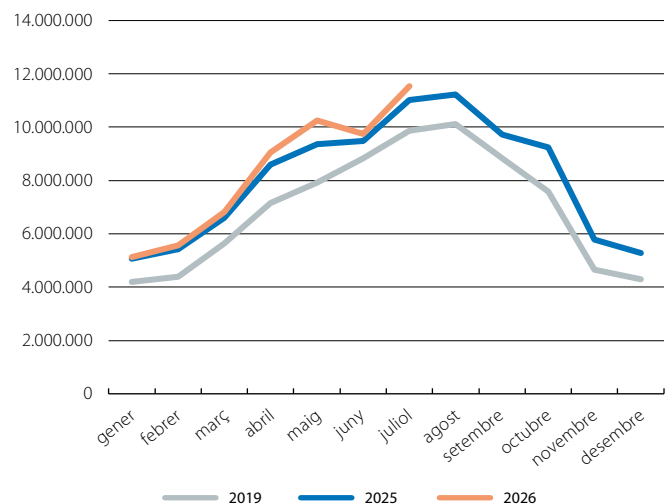
Variació interanual (%)



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

Espanya: turistes estrangers

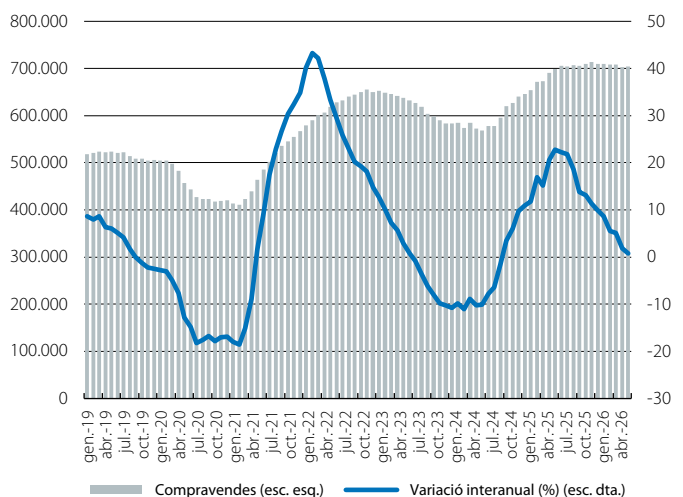
Nombre



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

Espanya: compravendes d'habitatge

Acumulat de 12 mesos



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

El sector exterior espanyol impulsa la fase expansiva postpandèmia

Les exportacions espanyoles s'han erigit com un dels motors del creixement econòmic en l'actual fase expansiva després de la crisi pandèmica del 2020. El pes de les exportacions sobre el PIB se situa ja en el 36,0% i supera els registres prepandèmia (el 34,7% el 2019) i, encara més, els del 2007 (el 25,9%), abans de l'esclat de la crisi financera. En aquest article, analitzem la seva evolució durant aquest cicle expansiu i entrem en el detall per tipus de béns i de serveis, comparant-lo amb el cicle expansiu anterior (2014-2019), per entendre d'on prové la millora del comportament del sector exterior.

Les exportacions de béns perden dinamisme

En l'àmbit dels béns, les exportacions han mostrat una pèrdua de dinamisme en els últims anys. D'una banda, la contribució de les exportacions de béns al creixement

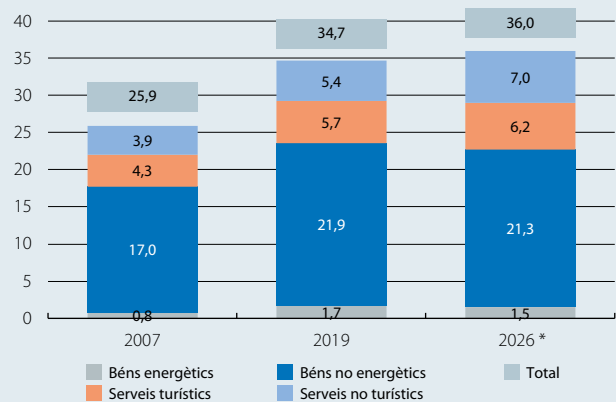
del PIB real ha disminuït de forma considerable, en passar de 0,75 p. p. de mitjana anual el 2014-2019 a 0,0 p. p. el 2020-2026 (vegeu el segon gràfic). Tal com es pot veure al tercer gràfic, la pèrdua de dinamisme és generalitzada, llevat de les exportacions d'altres productes.¹ L'alentiment és especialment marcat en maquinària i equipament de transport, arran, possiblement, de les dificultats que travessa el sector de l'automòbil, en manufactures i en alimentació, aquesta última molt afectada pel mal comportament del sector el 2022 i el 2023, fruit de la sequera que va assolir el país.

Per destinació de les exportacions, no s'observen canvis substancials en relació amb el període prepandèmia. Els països de la zona de l'euro continuen sent els nostres principals clients i, fins i tot, augmenten el seu pes en el total, en passar del 51,8% del 2014-2019 al 54,0% el 2020-2026. França i Alemanya se situen al capdavant, tot i que perden una mica de protagonisme (0,1 i 0,6 punts, respectivament), un deteriorament contrarestat amb escriu per Portugal i per Bèlgica, que guanyen 1,1 i 1,0 punts, respectivament (vegeu el quart gràfic). Dins el top 10 de destinacions, destaca, principalment, la caiguda en la quota del Regne Unit (gairebé 1 punt), relacionada amb el brexit.

Les exportacions de serveis, el pilar del creixement

Pel que fa a les exportacions de serveis, cal distingir entre els serveis turístics i els no turístics. Els turístics continuen sent un pilar fonamental del sector exterior espanyol, i la seva aportació al creixement mitjà del PIB real s'ha mantingut similar al del període prepandèmia (0,24 p. p. el 2014-2019 i 0,23 p. p. el 2020-2026). No obs-

Espanya: exportacions de béns i de serveis (% sobre el PIB)

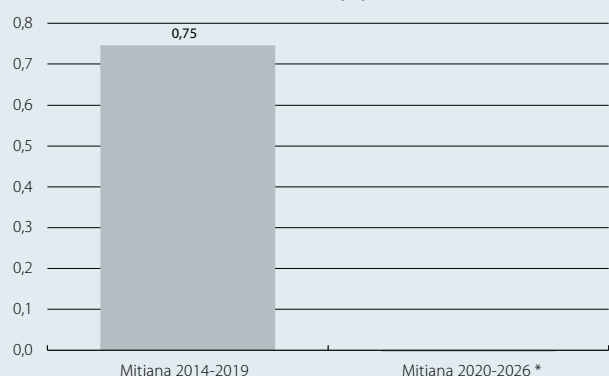


Nota: Dades de comerç de béns segons la classificació CUCI. * Dades acumulades de 12 mesos fins al maig.

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

Espanya: exportacions de mercaderies

Contribució al creixement del PIB real (p. p.)

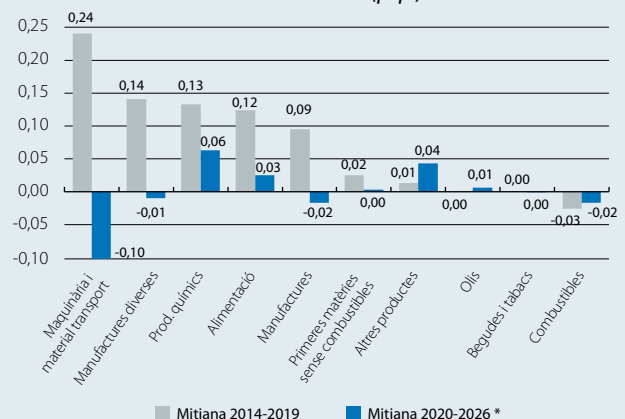


Nota: * Dades acumulades fins al 2T.

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

Espanya: exportacions de mercaderies

Contribució al creixement del PIB real (p. p.)



Nota: * Dades acumulades fins al juny.

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

1. Inclou, principalment, mercaderies i paquets postals no classificats, monedes sense curs legal i or no monetari.

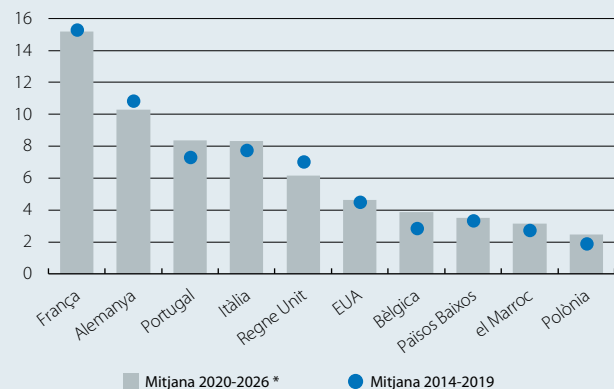
tant això, en aquest article, ens volem centrar en el capítol de les exportacions de serveis no turístics, on veiem una millora. En particular, estan contribuint de manera significativa al creixement del PIB real, en aportar 0,55 punts de mitjana anual el 2020-2026, per damunt dels 0,33 punts del període 2014-2019.

Desafortunadament, no disposem d'índexs de preus per als components dels serveis no turístics, de manera que l'anàlisi de la contribució al creixement de cada tipologia de servei s'ha de realitzar a partir de les dades nominals.² Com s'observa a l'últim gràfic, destaquen les contribucions al creixement del PIB nominal dels serveis empresarials (0,3 punts), de transport i tecnològics (0,1 punts en els dos casos); els primers, a més a més, són els que més augmenten (2 dècimes) la seva aportació en relació amb el període anterior.

En conseqüència, assistim a una transformació estructural del sector exterior espanyol, atès que el creixement s'alimenta cada vegada més de les exportacions d'alt valor afegit, en especial de serveis empresarials i tecnològics. Es tracta d'activitats intensives en coneixement, que generen ocupació qualificada –i més ben remunerada– i que solen tenir productivitats i marges relativament elevats. En definitiva, a més d'exportar béns i d'atreure turistes, Espanya està exportant cada vegada més coneixement, tecnologia i serveis professionals.

Catalina Becu i Sergio Díaz

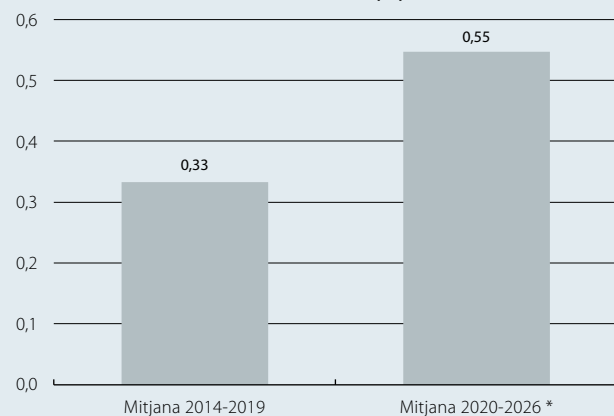
Espanya: exportacions de mercaderies per principals destinacions (% sobre el total)



Nota: * Dades acumulades de 12 mesos fins al maig.

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

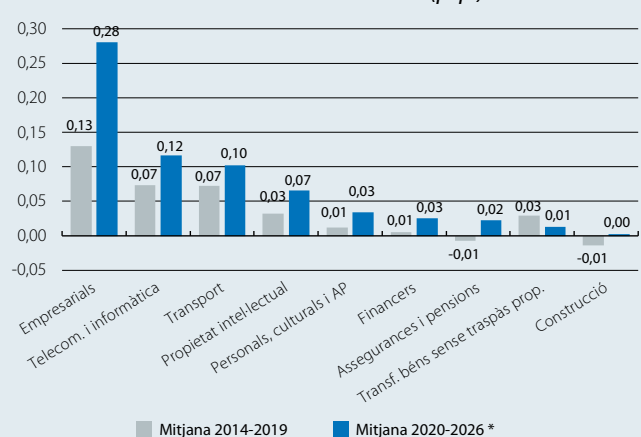
Espanya: exportacions de serveis no turístics Contribució al creixement del PIB real (p. p.)



Nota: * Dades acumulades de quatre trimestres fins al 1T.

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

Espanya: exportacions de serveis no turístics Contribució al creixement del PIB nominal (p. p.)



Nota: * Dades acumulades de quatre trimestres fins al 1T.

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

2. De tota manera, l'aportació mitjana anual de les exportacions de serveis no turístics al creixement del PIB nominal és molt similar a la del real: ha passat de 0,33 a 0,66 punts, de manera que l'anàlisi de les contribucions al PIB nominal continua sent informativa.

Com comprem? Scroll down & click!

El consum és un dels principals motors de l'economia espanyola. En els últims anys, ha crescut a un ritme pròxim al 3% en termes reals. Fins aquí, poques sorpreses. On sí que s'han produït canvis profunds és en la manera de consumir, en especial per part de determinats grups de població i en alguns sectors concrets. Moltes persones es continuen desplaçant a la botiga física per veure, tocar i provar el producte abans d'adquirir-lo. No obstant això, cada vegada són més els que realitzen les compres des del canal digital. Alguns, de fet, ja realitzen la major part de la seva despesa en línia. Qui són aquests consumidors digitals? I en quins sectors tenen més presència?

El comerç electrònic va fer un salt endavant durant la pandèmia.¹ Malgrat que les compres en línia ja guanyaven terreny abans del 2020, les restriccions a la mobilitat van dur moltes persones a descobrir els avantatges de comprar des de casa. De llavors ençà, el pes de la despesa realitzada pels canals digitals en relació amb la despesa total realitzada amb targetes i amb reintegraments no ha deixat d'augmentar i ja acumula un increment de gairebé 10 p. p. en relació amb el 2019 (vegeu el primer gràfic).

L'avanç ha estat generalitzat. L'augment de les compres en línia s'ha produït tant a les ciutats com a les zones rurals i en tots els nivells de renda. Abans de la pandèmia, el pes del comerç electrònic era molt similar entre els diferents grups d'ingressos, i continua sent-ho en l'actualitat, tot i que en nivells significativament més elevats.

El que marca la diferència en els patrons de consum són l'edat i el sector (vegeu el segon gràfic). Els joves són, amb diferència, el col·lectiu que destina una major proporció de

Espanya: pes del consum mitjançant comerç electrònic

(%)



Notes: La despesa en línia inclou les compres realitzades per canals digitals amb targetes emeses per CaixaBank. La despesa total realitzada amb targeta inclou totes les compres realitzades amb targeta (presencials i en línia). La despesa total afegeix, a més a més, els reintegraments en efectiu realitzats en caixers. Per al 2026, dades fins al juny.

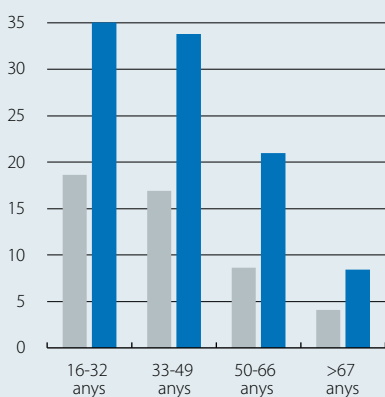
Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

la seva despesa al canal digital. Ja eren els més digitalitzats abans de la pandèmia i, a més a més, són els que han protagonitzat el major canvi de comportament. A l'altre extrem, les persones més grans amb prou feines han modificat els seus hàbits de compra, i la despesa que realitzen en línia continua representant menys del 10% de la seva despesa total.

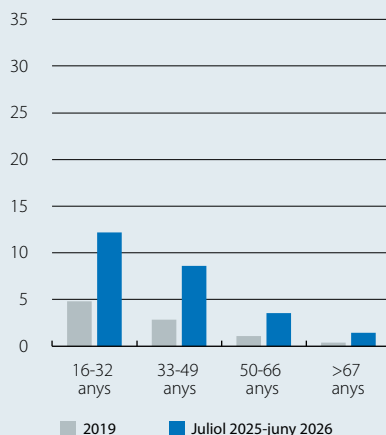
No sembla que, a mesura que passen els anys, abandonem el comerç electrònic. Més aviat succeeix el contrari: com més temps passa, més difícil és modificar els hàbits de consum adquirits. Així, les generacions de més edat, que, al llarg de la seva vida, han comprat en establiments físics, es mantenen fidels a aquest canal. Les persones de mitjana

Espanya: pes del consum mitjançant comerç electrònic per edats i per anys

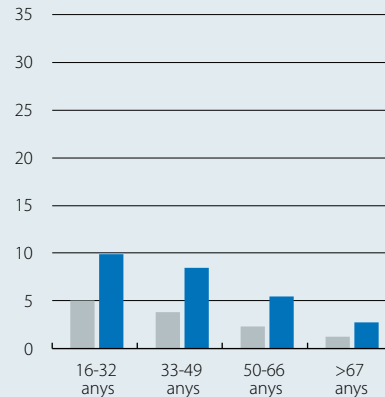
Despesa en moda (%)



Despesa en bars i restaurants (%)



Despesa en supermercats i alimentació (%)



Nota: Despesa realitzada amb les targetes emeses per CaixaBank.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

1. Estudi realitzat amb dades anonimitzades a partir de la despesa realitzada amb les targetes emeses per CaixaBank.

edat han incrementat de manera notable la seva despesa digital i mantenen aquest patró a mesura que compleixen anys. I tot fa pensar que els joves d'avui tampoc revertiran aquesta tendència amb el pas del temps. De fet, les noves generacions compren més per internet que els joves d'abans de la pandèmia, i els joves de llavors, ara una mica més grans, continuen comprant més en línia que les generacions precedents quan tenien la seva mateixa edat (vegeu el tercer gràfic).

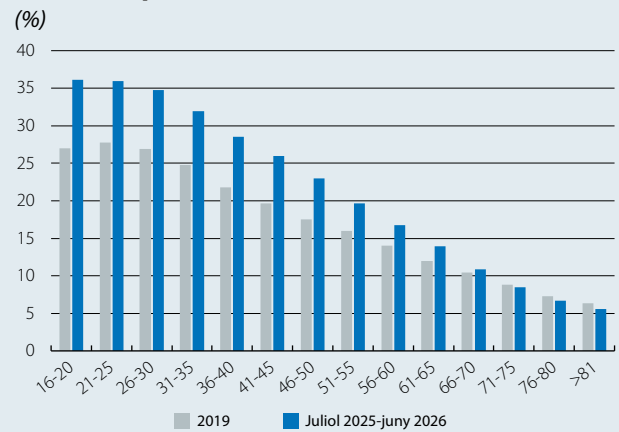
El sector en què el comerç electrònic ha assolit una major penetració és el de la moda. Tant joves com adults realitzen ja al voltant d'un terç de la seva despesa en aquest àmbit a través de canals digitals. És també al sector de la moda on es concentra una major proporció de consumidors eminentment digitals: al voltant del 20% dels joves i dels adults realitzen més de la meitat de les seves compres en línia (vegeu el quart gràfic). Fins i tot entre les persones més grans s'observen canvis significatius, ja que prop del 8% de les seves compres de moda s'efectuen per internet.²

En restauració, i en supermercats i alimentació, el pes de les compres digitals també ha augmentat en els últims anys, en especial entre els joves, tot i que continua sent inferior a l'observat en la moda. Això no impedeix que, en determinats moments, es produeixin repunts molt significatius i que trenquen els patrons habituals. Durant el Mundial de futbol, per exemple, els dies en què va jugar la selecció espanyola, la despesa presencial als bars va augmentar el 36,3% en relació amb un dia normal. Al mateix temps, la despesa en restauració realitzada a través de canals digitals va créixer el 43,3%.

Aquesta vegada, l'augment de la despesa presencial va estar impulsat, principalment, pels més joves: la seva despesa als bars es va disparar el 70,6% mentre jugava la selecció (vegeu el cinquè gràfic). L'augment de la despesa en restauració digital va ser més generalitzat, tot i que també van ser els joves els que van augmentar més les comandes per menjar a casa mentre seguien el partit. Les maneres de consumir són diferents. Les ganes de celebrar, no tant.

Oriol Aspachs i Eduard Alcobé

Espanya: pes de la despesa en comerç electrònic per edat el 2019

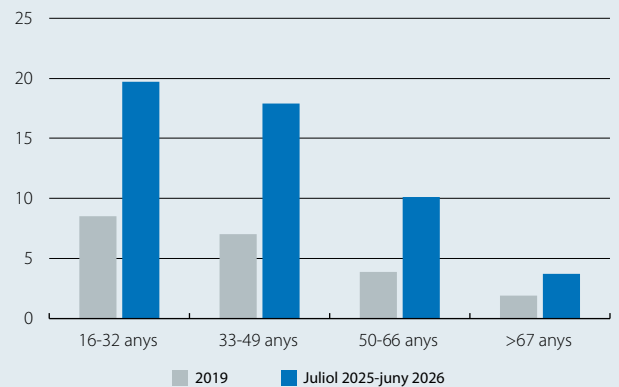


Nota: Despesa realitzada amb les targetes emeses per CaixaBank.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Espanya: consumidors digitals en moda per edats i per anys

Persones que realitzen més despesa en línia que presencial (%)

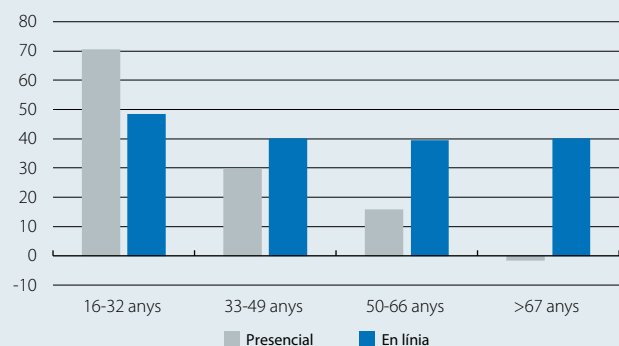


Nota: Despesa realitzada amb les targetes emeses per CaixaBank.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Espanya: impacte del Mundial de futbol per grups d'edat

Variació interanual (%)



Nota: Despesa realitzada amb les targetes emeses per CaixaBank al voltant de les hores dels partits de la selecció espanyola durant el Mundial de futbol 2026 en relació amb un dia equivalent de l'any anterior.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

2. La despesa realitzada a les grans plataformes no es pot categoritzar i representa, aproximadament, el 20% de la despesa total en línia.

Indicadors d'activitat i ocupació

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Indústria									
Índex de producció industrial	0,4	1,3	2,4	1,8	0,5	2,1	1,1	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,0	-3,9	-3,1	-4,0	-3,1	-2,5	-3,7
PMI de manufactures (valor)	52,2	50,9	52,6	51,1	49,3	50,9	49,7	50,2	49,5
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	16,7	8,8	7,9	8,8	...	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	9,7	11,4	18,6	11,4	5,5	0,8	0,8	...	...
Preu de l'habitatge	8,4	12,7	12,8	12,9	12,9	...	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	10,1	3,2	4,3	3,2	2,7	3,2	3,2	3,5	...
PMI de serveis (valor)	55,3	54,5	54,2	56,4	52,9	50,7	54,2	58,3	57,8
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	1,7	4,3	4,5	4,1	3,3	0,8	0,6	-0,3	...
Matriculacions d'automòbils	7,2	12,9	16,9	8,0	7,6	5,0	7,8	3,7	11,8
Indicador de sentiment econòmic (valor)	103,1	103,1	102,7	104,3	105,2	102,9	103,4	104,3	102,1
Mercat de treball									
Població ocupada ²	2,2	2,6	2,6	2,8	2,4	2,3	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	11,3	10,5	10,5	9,9	10,8	9,9	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social ³	2,4	2,3	2,3	2,4	2,3	2,6	2,8	2,9	3,1
PIB	3,5	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	...	...	...

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
General	2,8	2,7	2,8	3,0	2,7	3,2	3,2	3,6	4,3
Subjacent	2,9	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9	2,9	3,0	2,9

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,2	0,7	0,8	0,7	0,2	1,2	1,2	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,1	4,6	4,6	4,6	1,7	4,5	4,5	...	...
Saldo corrent	50,7	49,5	48,2	49,5	48,6	40,5	40,5	...	...
Béns i serveis	66,3	64,7	62,5	64,7	67,1	62,2	62,2	...	...
Rendes primàries i secundàries	-15,7	-15,1	-14,3	-15,1	-18,6	-21,6	-21,6	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	68,7	66,9	66,6	66,9	65,8	57,6	57,6	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers⁴

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	5,1	4,8	4,9	4,8	5,5	5,0	5,0	4,8	...
A la vista i preavis	2,0	6,7	7,2	6,7	7,1	5,0	5,0	4,2	...
A termini i cessions temporals (repo)	23,5	-4,7	-6,6	-4,7	-2,2	5,4	5,4	8,0	...
Dipòsits d'AP ⁵	23,1	4,9	7,2	4,9	5,0	8,5	8,5	4,6	...
TOTAL	6,3	4,8	5,1	4,8	5,5	5,3	5,3	4,8	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	3,5	2,8	3,5	3,8	2,0	2,0	3,3	...
Empreses no financeres	0,4	2,9	2,3	2,9	3,7	3,8	3,8	4,5	...
Llars - habitatges	0,3	3,5	2,9	3,5	3,7	3,7	3,7	3,8	...
Llars - altres finalitats	2,3	4,6	3,7	4,6	4,3	-6,8	-6,8	-0,9	...
Administracions públiques	-2,6	10,7	12,9	10,7	8,1	8,3	8,3	2,5	...
TOTAL	0,5	3,9	3,4	3,9	4,1	2,4	2,4	3,3	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,3	2,7	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	...	...

Notes: 1. Dada deflactada, sense estacions de servei. 2. EPA. 3. Dades mitjanes mensuals. 4. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 5. Dipòsits públics, sense les cessions temporals (repo). 6. Dada final de període.

Fons: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, la Comissió Europea, el Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.

L'economia portuguesa sorprèn en positiu en el 2T

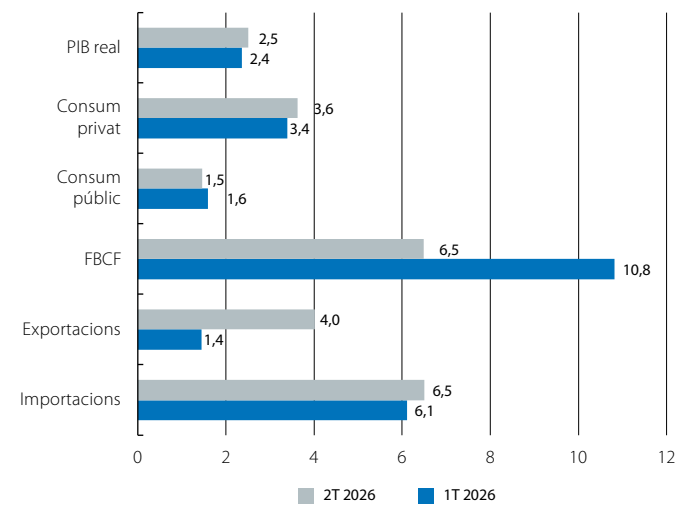
El PIB supera les expectatives en el 2T: va créixer el 0,8% inter-trimestral i el 2,5% interanual. La demanda interna va contribuir amb 3,8 p. p. al creixement interanual, 8 dècimes menys que en el 1T 2026, a causa del refredament de la contribució de la inversió, que havia registrat un creixement excepcionalment elevat en el trimestre anterior. Per la seva banda, el consum va mantenir un comportament robust. La contribució de la demanda externa es va tornar menys negativa i es va situar en -1,3 p. p., gràcies al major dinamisme de les exportacions, que van créixer el 4,0%. Les importacions van continuar creixent amb força, sobretot els serveis (el +16,0%, 8,8 p. p. més que en el 1T 2026), mentre que les importacions de béns es van desaccelerar. El bon funcionament de l'economia portuguesa aquest trimestre introdueix riscos a l'alça per a la nostra previsió de creixement del PIB el 2026 (l'1,8%), ja que continuen actius diversos factors de suport a l'activitat, com la fortaleza del mercat laboral i la recta final de l'execució dels fons NGEU.

La inflació es va accelerar a l'agost, mentre que el mercat laboral es va mantenir estable. La inflació general va assolir el 3,3% (vs. el 3,0% del juliol). Segons l'estimació ràpida de l'INE, aquest augment es va explicar gairebé íntegrament per l'encariment dels combustibles, que ha comportat el deteriorament del component energètic de la inflació (el +12,2% interanual, en relació amb el 8,7% del juliol). La inflació dels aliments no elaborats es va desaccelerar fins al 3,4% (vs. el 3,7% del juliol). Per la seva banda, la inflació subjacent continua mostrant una evolució més continguda (el 2,7%, 0,1 p. p. més que al juliol), i, ara com ara, no s'observen senyals de contagi dels béns energètics a altres components de la cistella. La taxa d'atur es va mantenir en el 5,7% al juliol, mentre que la població ocupada es va situar en 5,347 milions de persones, el 0,1% menys que al juny, però va mantenir una tendència positiva (el +1,5% en relació amb el juliol del 2025), la qual cosa suggereix que el mercat laboral continuarà mostrant solidesa en els propers mesos, tot i que amb senyals d'estabilització.

El turisme creix de manera moderada i els comptes externs registren el pitjor resultat des del 2022. Els establiments d'allotjament turístic van registrar 3,4 milions d'hostes (el +1,0% interanual) i 9,6 milions de pernотacions (el +2,1% interanual). D'aquesta manera, el creixement acumulat del nombre de turistes i de pernотacions des de l'inici d'enguany se situa en l'1,8% i en l'1,5%, respectivament, impulsat, sobretot, pel bon comportament del turisme dels residents. Per la seva banda, el saldo conjunt de les balances per compte corrent i de capital es va situar en 1.201 milions d'euros (acumulat fins al juny), una reducció de 1.013 milions d'euros en relació amb el mateix període de l'any anterior. Aquesta evolució reflecteix el deteriorament del saldo de la balança corrent en 2.338 milions d'euros i, en concret, de la balança de béns (-2.508 milions d'euros), sobretot pel component no energètic. El saldo de la balança de serveis es va mantenir gairebé estancat (+34 milions d'euros), ja que l'increment de l'excedent del sector turístic va ser contrarestat per la reducció als serveis no turístics.

Portugal: creixement del PIB real

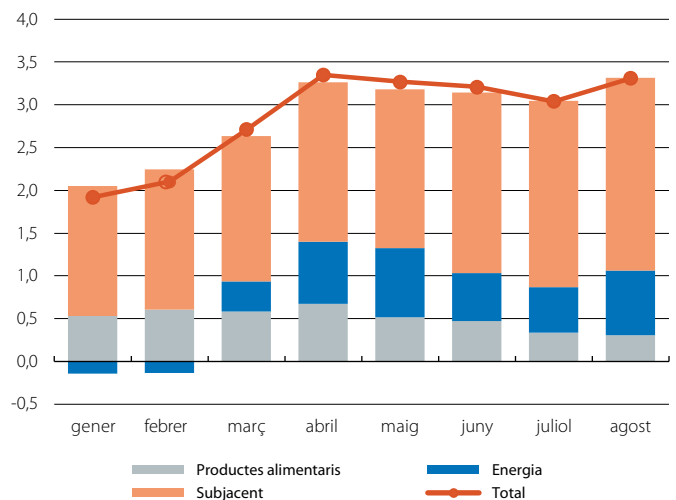
Variació interanual (%)



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

Portugal: IPC

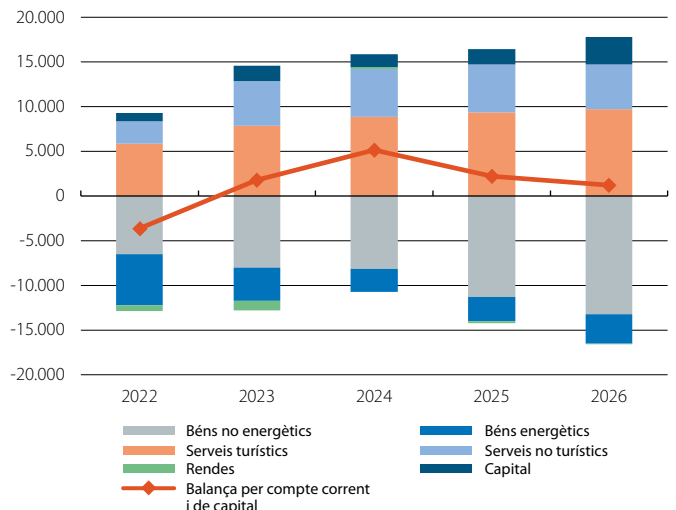
Variació interanual (%) i contribucions (p. p.)



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

Portugal: balances per compte corrent i de capital

Acumulat fins al juny (milions d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.

Indicadors d'activitat i ocupació

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Índex coincident d'activitat	2,0	2,0	2,0	2,3	2,2	2,1	2,2	2,4	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	0,7	3,3	0,6	0,4	-0,7	-1,1	-1,4	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,2	-4,0	-3,2	-2,9	-2,1	-3,6	-4,4	-4,3	-4,4
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,5	21,4	9,1	16,9	-3,1	5,6	6,3	...	...
Compravenda d'habitatges	14,5	15,5	3,8	-4,7	-8,7	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	8,5	17,4	18,2	18,4	17,5	16,7	16,6	15,2	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	6,3	1,9	2,5	1,7	2,1	...	1,5	1,0	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	5,5	10,1	11,6	7,7	6,0	8,2	8,5	8,4	8,4
Consum									
Vendes comerç al detall	3,3	5,3	5,8	5,3	4,4	3,6	2,7	3,0	...
Indicador coincident del consum privat	2,8	3,4	3,2	3,4	3,3	2,9	2,8	2,8	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-18,0	-16,2	-16,2	-15,2	-16,2	-25,6	-25,9	-22,6	-20,5
Mercat de treball									
Població ocupada	1,2	3,2	3,7	3,7	2,3	2,9	2,2	1,6	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,4	6,0	5,8	5,8	6,1	5,3	5,7	5,7	...
PIB	2,2	1,9	2,2	1,9	2,4	2,5	-	-	-

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
General	2,4	2,3	2,6	2,2	2,2	3,3	3,2	3,0	3,3
Subjacent	2,5	2,2	2,3	2,1	1,9	2,3	2,5	2,6	2,7

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	0,6	1,6	0,1	-3,2	0,0	0,0	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	4,1	6,9	4,5	3,7	4,2	4,2	...	...
Saldo corrent	6,5	3,8	3,4	3,6	2,3	1,2	1,2	...	...
Béns i serveis	6,4	3,7	3,2	3,0	1,7	0,5	0,5	...	...
Rendes primàries i secundàries	0,1	0,1	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	9,6	8,3	7,6	8,3	7,7	7,3	7,3	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	5,4	6,3	5,4	6,4	6,9	6,9	6,3	...
A la vista i estalvi	-0,3	8,1	8,6	8,1	7,9	7,3	7,3	7,1	...
A termini i preavis	15,3	3,1	4,3	3,1	5,1	6,5	6,5	5,6	...
Dipòsits d'AP	26,7	28,7	-0,5	28,7	20,4	9,2	9,2	19,9	...
TOTAL	7,9	6,0	6,1	6,0	6,9	7,0	7,0	6,8	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,9	6,6	5,8	6,6	7,7	8,2	8,2	8,4	...
Empreses no financeres	-1,0	2,6	2,2	2,6	4,3	4,8	4,8	5,2	...
Llars - habitatges	3,0	9,3	8,0	9,3	9,8	10,6	10,6	10,8	...
Llars - altres finalitats	5,4	7,0	6,9	7,0	8,4	8,2	8,2	8,2	...
Administracions públiques	0,6	6,4	4,8	6,4	3,2	3,2	3,2	5,8	...
TOTAL	1,9	6,6	5,7	6,6	7,5	8,0	8,0	8,4	...
Taxa de morositat (%)²	2,4	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	-	-	-

Notes: 1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.

Mitjançant els nostres estudis, contribuïm a estimular el debat i l'intercanvi d'opinions entre tots els sectors de la societat, i afavorir la divulgació dels temes clau de l'entorn socioeconòmic del nostre temps. Tant l'*Informe Mensual* com la resta de publicacions de CaixaBank Research estan disponibles a: www.caixabankresearch.com

Et recomanem:

Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

Valoració dels principals indicadors macroeconòmics d'Espanya, Portugal, la zona de l'euro, EUA i la Xina, i de les reunions del Banc Central Europeu i de la Reserva Federal.



Monitor de consum

Anàlisi mensual de l'evolució del consum a Espanya mitjançant tècniques *big data*, a partir de la despesa amb targetes emeses per CaixaBank, de la despesa de no clients en TPV CaixaBank i dels reintegraments en caixers CaixaBank.



Flash de divises

Informe *flash* sobre l'evolució del tipus de canvi de l'euro amb les principals divises: dòlar nord-americà, lliura esterlina, ien japonès i iuan xinès. Ofereix una anàlisi tècnica, estructural i predictiva.



Observatori Sectorial 1S 2026

L'economia espanyola afronta la primera meitat del 2026 des d'una posició de solidesa, encara que amb una clara moderació del creixement després del fort dinamisme del 2025 i en un context internacional més advers. L'esclat de la guerra a l'Iran ha introduït un nou xoc d'oferta que està afectant de forma desigual els sectors, amb més impacte a la indústria i amb una resiliència més gran dels serveis orientats al mercat intern. Tot i això, la fortalesa de la demanda interna i l'avanç en la modernització del teixit productiu permeten absorbir l'impacte sense un deteriorament significatiu del cicle.



Informe Sectorial Immobiliari 1S 2026

Aquesta nova edició de l'*Informe Sectorial Immobiliari* (1S 2026) analitza les dinàmiques recents i les perspectives del sector a Espanya, destacant els principals reptes que marcaran l'evolució del mercat i la pressió sobre els preus els propers anys: el deteriorament de l'accessibilitat, l'escassetat d'habitatge disponible i els desequilibris territorials. També s'examina amb profunditat l'esforç del lloguer entre els espanyols, mitjançant l'anàlisi de dades internes d'alta freqüència.



Informe Sectorial Turisme 1S 2026

El sector turístic espanyol afronta el 2026 amb unes bases sòlides i amb unes perspectives favorables, després de la normalització del creixement postpandèmia. El 2025, Espanya va reafirmar el seu lideratge internacional, ja que va rebre 97 milions de turistes estrangers i va assolir una despesa turística rècord de 135.000 milions d'euros, i es va consolidar com la segona potència mundial del sector. El PIB turístic va créixer el 2,7% i es preveu que mantingui un avanç anual sostingut al voltant del 2,5%-2,7% els propers anys.



Segueix-nos a:



www.caixabankresearch.com



Newsletter



CaixaBank



Pòdcast

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i BPI Research (UEEF) que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i BPI no es fan responsables en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank i BPI i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia. Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

© CaixaBank, S.A., 2026

© Banco BPI, 2026

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

