

IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 515 | OCTUBRE 2026



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

Perspectives i condicions financeres per a l'economia internacional: tardor del 2026

ECONOMIA INTERNACIONAL

Són rellevants les midterms per a Trump? I per als EUA?

Polítiques migratòries Trump 2.0: el final de l'American Dream?

ECONOMIA ESPANYOLA

Espanya: perspectives macroeconòmiques per al 2027

La temporada alta torna a atreure el turista internacional a Espanya

INFORME MENSUAL**Octubre 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/>[estudios-mercados/research](https://www.bancobpi.pt/estudios-mercados/research)deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

5 d'octubre de 2026

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS**

- 9 *Perspectives i condicions financeres per a l'economia internacional: tardor del 2026*

13 ECONOMIA INTERNACIONAL

- 15 *Són rellevants les midterms per a Trump? I per als EUA?*
David Martínez Turégano
- 18 *Polítiques migratòries Trump 2.0: el final de l'American Dream?*
David Martínez Turégano

23 ECONOMIA ESPANYOLA

- 25 *Espanya: perspectives macroeconòmiques per al 2027*
Oriol Carreras Baquer
- 27 *La temporada alta torna a atreure el turista internacional a Espanya*
Pedro Álvarez Ondina

30 ECONOMIA PORTUGUESA

El preu del nou equilibri econòmic

L'economia internacional torna a transmetre una sensació de calma tensa a l'inici de l'últim trimestre de l'any. La combinació d'uns preus del petroli pròxims als 100 dòlars, d'unes perspectives fiscals fràgils en països com França i els EUA, d'unes necessitats d'inversió elevades, d'uns tipus d'interès reals estructuralment més alts i d'unes expectatives d'inflació més sensibles a curt termini configura un escenari de màxima exigència. Malgrat l'acumulació de pertorbacions pel costat de l'oferta, és cert que l'activitat continua mostrant una sorprenent resiliència, però l'enduriment de les condicions financeres, provocat per l'important desplaçament a l'alça de la corba de tipus d'interès, constitueix un nou desafiament per als propers trimestres.

En aquest context, els bancs centrals tornaran a assumir el protagonisme de la política econòmica, res nou sota el sol, obligats a situar els tipus d'interès en terreny més restrictiu per reequilibrar els desajustaments entre l'oferta i la demanda i per minimitzar els riscos d'efectes de segona ronda. I això sent conscients que poc poden fer davant l'impacte directe sobre la inflació d'una pujada del petroli provocada per restriccions d'oferta: ni la Fed ni el BCE poden produir un barril addicional de cru pujant els tipus d'interès. El seu veritable partit comença quan la pertorbació energètica amenaça amb propagar-se a la resta dels preus, amb alterar les expectatives i amb traslladar-se als salaris, als marges empresarials i als mecanismes de formació de preus. El repte, per tant, serà calibrar un enduriment controlat de les condicions monetàries que permeti protegir l'objectiu d'inflació sense penalitzar innecessàriament l'activitat ni posar en risc l'estabilitat financera.

Ara com ara, tot i que encara és aviat per disposar d'una imatge nítida, la taxa de sacrifici en termes de creixement associada a les pujades de tipus hauria de ser compatible amb una desacceleració de l'activitat sense desembocar en una recessió. A això hi contribuirien la menor sensibilitat al cost de finançament d'una bona part de la inversió relacionada amb la IA, la fortalesa dels mercats de treball i la solidesa dels balanços dels agents privats. Però aquesta capacitat de resistència planteja una paradoxa: si l'economia respon menys a l'enduriment monetari perquè els canals tradicionals de transmissió han perdut potència, els bancs centrals es poden veure obligats a mantenir els tipus més alts durant més temps per aconseguir el mateix efecte sobre la demanda. Una senda especialment estreta si, com comença a semblar probable, els tipus d'interès d'equilibri es troben sensiblement per damunt dels nivells de la dècada anterior.

I hi ha raons per pensar que pot ser així. Les enormes necessitats d'inversió vinculades a la IA, la defensa, la transició energètica o les infraestructures estan incrementant la demanda de capital. Si l'estalvi no augmenta al mateix ritme, el resultat hauria de ser un tipus d'interès real d'equilibri més elevat. D'aquesta manera, el que encara contemplem com una anomalia, condicionats per una dècada excepcional de tipus pròxims a zero o fins i tot negatius, podria ser, en realitat, la manifestació d'una nova normalitat. A curt termini, la carrera inversora en centres de dades, en semiconductors, en generació elèctrica i en xarxes augmenta simultàniament la demanda de capital i d'energia, la qual cosa pressiona a l'alça els tipus reals i complica el procés de desinflació. A mitjà termini, però, si aquestes inversions acaben generant els guanys de productivitat esperats, la IA ampliaria la capacitat d'oferta de l'economia i tindria efectes desinflationistes. La inversió està tenint lloc avui; la productivitat arribarà demà. La gran incògnita és quant trigarà a arribar i amb quina intensitat ho farà.

Per tant, el temps es converteix en una variable essencial, tant perquè madurin els efectes positius de la IA com perquè sigui possible digerir la nova pertorbació d'oferta. I aquí rau un dels principals riscos de l'escenari actual: que els inversors comencin a qüestionar la possibilitat d'una «desinflació immaculada», és a dir, un retorn de la inflació cap als objectius dels bancs centrals amb un cost molt reduït en termes de creixement i d'ocupació. En aquest cas, també es posaria a prova l'aparentment plàcida convivència entre rendibilitats del deute a l'alça i borses pròximes a màxims.

En definitiva, potser el debat no s'ha de centrar únicament en identificar el llindar de tipus d'interès a partir del qual pot augmentar la inestabilitat financera, sinó en determinar quin nivell de tipus és compatible amb el nou equilibri entre estalvi i inversió, entre inflació i creixement. Perquè uns tipus d'interès més alts no tenen per què representar només el cost de corregir els desequilibris fiscals i monetaris acumulats en el passat. També poden ser, si més no en part, el preu que caldrà pagar per finançar les transformacions del futur. Un futur en què caldrà mobilitzar enormes quantitats de capital en un món, a més a més, més fragmentat des del punt de vista comercial, geopolític i financer. Calibrar el preu d'aquest nou equilibri econòmic serà una de les principals tasques dels mercats en els propers mesos. I, com succeeix en qualsevol canvi de règim, no tothom estarà igual de preparat per pagar-lo.

José Ramón Díez
Octubre 2026

Cronologia

SETEMBRE 2026

- 10** El BCE apuja els tipus d'interès en 25 p. b. i situa el *depo* en el 2,50%.
- 16** La Fed apuja els tipus d'interès en 25 p. b. i situa el rang objectiu dels *fed funds* en el 3,75%-4,00%.
- 18** El Banc del Japó apuja els tipus d'interès en 25 p. b. i situa el tipus de referència en l'1,25%.

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.

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.

Agenda

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).

NOVEMBRE 2026

- 2** Portugal: deute públic (3T).
- 4** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
Portugal: ocupació (3T).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (octubre).
- 6** Espanya: producció industrial (setembre).
- 13** Portugal: cost laboral (3T).
- 16** Japó: PIB (3T).
- 17** Espanya: comerç exterior (setembre).
- 19** Portugal: balança de pagaments (setembre).
- 24** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
- 27** Espanya: avanç de l'IPC (novembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (novembre).
- 30** Portugal: desglossament del PIB (3T).
Portugal: avanç de l'IPC (novembre).

Les noves prioritats de l'economia postpandèmia

L'activitat econòmica fluctua al llarg del cicle, però els seus components no ho fan amb la mateixa intensitat. Alguns àmbits, com el consum de béns de primera necessitat, solen ser relativament estables. Uns altres, en canvi, són molt més sensibles a les condicions econòmiques, ja sigui pel seu cost elevat o perquè els seus beneficis es materialitzen amb el pas del temps i depenen de com estarà l'economia en el futur. És el cas de la inversió i del consum de béns duradors: solen ser els primers que repunten quan millora el context i els que més avancen quan l'expansió es consolida.

Avui, malgrat el complex context internacional i el xoc energètic, les dues variables assenyalen amb claredat que l'economia espanyola continua en fase expansiva. En el 2T, la formació bruta de capital fix va créixer, en termes reals, un 1,4% intertrimestral, i la despesa en béns duradors, un 1,6%; en els dos casos, més del doble que el PIB. No obstant això, els seus motors difereixen dels de cicles expansius anteriors. La pandèmia i el canvi tecnològic han deixat una petjada ben visible tant en la inversió com en el consum.

Des de l'esclat de la pandèmia, el consum de les llars ha crescut, de mitjana, un 2,0% anual real, percentatge gairebé coherent amb el seu ritme històric i amb l'avanç del conjunt de l'economia. El consum de béns duradors, en canvi, ha augmentat el doble: un 4,0% anual. La recent actualització dels comptes no financers de l'INE permet precisar quins factors expliquen aquest dinamisme. En l'expansió postpandèmia, el protagonisme ha recaigut en els béns duradors vinculats a l'oci, com les caravanes i les autocaravanes, el material d'acampada o els equips domèstics de gimnàstica. La despesa en aquests productes ha crescut, de mitjana, un 21,1% anual, prop de quatre vegades més que la seva mitjana històrica. La major despesa en oci també es reflecteix en el fort avanç dels serveis recreatius –com gimnasos i parcs d'atraccions–, culturals –cinema, teatre i concerts– i d'allotjament –hotels i càmpings. En termes reals, aquestes partides han crescut, de mitjana, un 10,3%, un 16,1% i un 23,4% anual, respectivament.

La tecnologia és un altre dels trets distintius de les decisions de despesa de les llars en aquest cicle. El desemborsament en equips informàtics i de comunicacions ha continuat creixent a un ritme elevat, del 12,4% anual, molt

similar a la seva mitjana històrica. En canvi, la despesa en eines per a la llar i en electrodomèstics ha perdut el protagonisme d'etapes anteriors i s'ha mantingut gairebé estancat.

Un altre tret singular d'aquesta expansió és l'evolució del consum de béns no duradors. Des de l'esclat de la pandèmia, ha caigut un 5,0% en termes reals, un comportament poc habitual: malgrat que aquest component sol fluctuar poc, normalment creix durant els períodes de bonança. En aquesta ocasió, l'encariment de diversos productes, en especial dels aliments, ha empès les llars a reduir les quantitats que consumeixen. Des del 2019, el consum de fruita ha reculat un 16,8%; el de pa, un 10,6%; el de carn, un 6,2%, i el de peix, un 8,2%. En part, això s'ha vist compensat per l'augment de la despesa en bars i restaurants. No obstant això, també cal tenir en compte que aquestes caigudes es produeixen en un context de creixement de la població. Així i tot, l'augment dels preus ha fet que, en termes nominals, tant la despesa en aliments com el pes dels béns no duradors en el pressupost familiar hagin augmentat.

L'oci i la tecnologia també destaquen quan s'analitza la inversió en el cicle expansiu postpandèmia. Els sectors d'informació i comunicacions i d'activitats artístiques, recreatives i d'entreteniment, juntament amb l'Administració pública, són els que més han incrementat la inversió, amb avanços anuals mitjans iguals o superiors al 5%. Si canviem l'angle, i ens fixem en quina tipologia d'inversió ha destacat en el conjunt de l'economia, destaca la inversió en productes de propietat intel·lectual, que ha augmentat un 6,8% anual de mitjana des del 2020, 1 punt més que la seva mitjana històrica. Dins aquesta categoria, la inversió en programes informàtics i en bases de dades ha avançat un 7,2% anual. Aquest dinamisme contrasta amb la menor puixança de la inversió en habitatge i en material de transport durant el conjunt del cicle, tot i que aquests dos components han guanyat tracció recentment.

El resultat és una expansió consolidada, però basada en motors diferents dels habituals, que reflecteixen les noves prioritats sorgides en els últims anys. Al mateix temps, la reculada del consum d'aliments recorda que la millora del conjunt de l'economia conviu amb importants pressions sobre el pressupost de moltes famílies. L'expansió és sòlida, però els seus beneficis no es perceben per igual.

Oriol Aspachs

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	4,00	3,50
SOFR 3 mesos	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	4,22	3,72
SOFR 12 mesos	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	4,22	3,77
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	4,45	3,75
Deute públic 10 anys	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	5,20	4,60
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,75	2,50
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,90	2,65
€STR	–	–0,54	0,52	3,06	1,93	2,68	2,43
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,80	2,53
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,89	2,59
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	3,11	2,62
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	3,39	2,65
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	3,04	2,40
Deute públic 10 anys	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	3,30	3,00
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	3,44	2,91
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	3,59	3,15
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,80	3,55
Prima de risc	11	164	90	68	45	50	55
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,98	2,48
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	3,23	2,85
Deute públic 10 anys	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,70	3,50
Prima de risc	19	314	81	46	31	40	50
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,17	1,18
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	83,7	75,9
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	67,0	69,8	52,6	71,8	64,3

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	3,0	3,3
Països desenvolupats	2,7	1,5	1,7	1,9	1,9	1,7	1,7
Estats Units	2,7	1,8	2,4	3,0	2,3	2,1	1,9
Zona de l'euro	2,3	0,9	1,1	1,1	1,3	1,0	1,4
Alemanya	1,6	1,3	0,2	0,0	0,3	1,1	1,1
França	2,3	1,0	1,0	1,4	0,9	0,5	0,9
Itàlia	1,5	-0,3	1,5	0,6	0,7	0,9	0,8
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,7	1,9	2,3	1,9
Espanya	3,6	0,7	1,1	3,7	2,6	2,6	2,0
Japó	1,4	0,4	0,1	-0,2	1,1	0,8	0,6
Regne Unit	2,8	1,3	1,0	1,0	1,3	1,2	1,1
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	1,9	1,6
Mèxic	2,3	1,5	1,1	1,5	0,5	1,3	1,7
Rússia	-	1,4	1,5	4,9	1,0	0,7	1,3
Turquia	5,6	4,6	6,0	3,5	3,7	2,6	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	3,0	2,5
Estats Units	2,8	1,8	4,5	3,0	2,6	3,3	2,3
Zona de l'euro	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	3,0	2,6
Alemanya	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	2,8	2,5
França	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	2,4	2,3
Itàlia	2,4	1,4	4,1	1,1	1,6	2,7	2,5
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	3,0	2,4
Espanya	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,4	2,5
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	3,0	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	4,4
Mèxic	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	3,8	3,9
Rússia	14,2	7,9	7,4	8,5	8,7	6,0	5,2
Turquia	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	31,5	24,5
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	3,1	3,1	3,0	2,1
Consum de les AP	4,5	0,9	3,0	3,3	2,4	2,1	2,2
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,2	0,8	4,9	5,4	4,1	2,5
Béns d'equipament	4,9	0,2	-1,3	3,0	6,1	2,6	2,6
Construcció	5,7	-2,6	0,0	5,3	5,0	4,0	2,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,9	3,3	3,4	2,8	2,1
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,4	3,8	2,6	1,0	2,0
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	1,9	3,3	5,5	1,9	2,4
Producte interior brut	3,6	0,7	1,1	3,7	2,6	2,6	2,0
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,5	2,0	2,8	3,1	2,8	1,9
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	13,9	11,3	10,5	9,8	9,3
Índex de preus de consum	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,4	2,5
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	4,5	4,3	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	2,9	3,7	2,9	1,9
Consum de les AP	2,2	-0,3	1,9	3,0	3,7	1,6	1,1
Formació bruta de capital fix	-0,4	-0,7	3,7	4,7	4,3	5,1	1,7
Béns d'equipament	3,3	2,7	6,3	8,0	3,0	—	—
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	3,3	1,8
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	3,8	3,4	0,0	3,9	3,4
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	3,6	4,1	4,6	5,6	2,4
Producte interior brut	1,5	0,4	1,9	2,7	1,9	2,3	1,9
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,4	1,4	1,2	3,2	2,5	1,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,4	6,0	5,7	5,7
Índex de preus de consum	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	3,0	2,4
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	2,0	1,5
Saldo públic (% PIB)	-4,5	-5,1	-1,9	0,6	0,7	-0,2	-0,4

Previsions

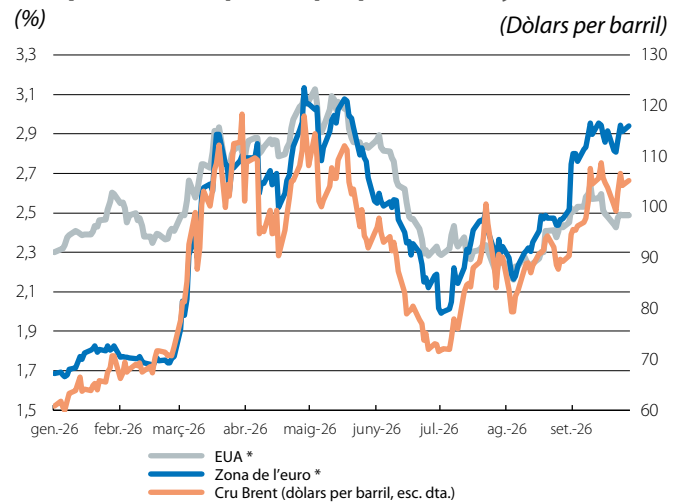
La geopolítica i la política fiscal llasten els mercats financers

El conflicte a l'Iran i les preocupacions fiscals a llarg termini van marcar el rumb del mercat. El bloqueig de l'estret d'Ormuz va mantenir elevats els preus energètics i les expectatives d'inflació i va propiciar pujades de tipus per part del BCE, de la Fed i del Banc del Japó. No obstant això, cap al final del mes, els responsables del BCE i de la Fed van moderar el biaix tensionador dels seus discursos, la qual cosa va reduir les expectatives dels inversors per als tipus d'intervenció en els 12 propers mesos, així com les de veure noves pujades a l'octubre. Les expectatives per als bancs centrals i les preocupacions fiscals van fer repuntar amb força els tipus sobirans a les principals economies desenvolupades. A la perifèria de la zona de l'euro, la prima de risc francesa va liderar una ampliació dels diferencials, esportada per l'inici de les negociacions per als pressupostos del 2027 i per les dificultats perquè el Govern francès implementi una correcció del dèficit. Això va pressionar l'euro (ja llastat per un dòlar que va capitalitzar amb força la pujada de la Fed) i les borses europees, mentre que, als EUA, la tecnologia i els semiconductors van donar una mica de suport als índexs borsaris. Els majors tipus d'interès reals als EUA i la fortaleza del dòlar també van llstar els metalls preciosos, en erosionar-ne l'atractiu relatiu com a dipòsit de valor.

Els bancs centrals van apujar els tipus, però van moderar el to dels seus discursos cap al final del mes. El BCE va apujar els tipus en 25 p. b., fins a situar el *depo* en el 2,50%, mentre que la Fed va situar els *fed funds* en el rang del 3,75%-4,00%. En els dos casos, la pujada de tipus es va justificar per les persistents pressions inflacionistes. No obstant això, el to dels seus responsables es va suavitzar en l'última setmana del mes. Per al BCE, Lagarde va defensar que l'economia continua en un escenari d'«enduriment monetari controlat» i va destacar que els últims moviments del mercat, amb uns tipus més elevats a llarg termini, també endureixen les condicions financeres i contribueixen a reduir les pressions inflacionistes. Als EUA, després de la sorpresa a la baixa de la inflació PCE a l'agost, tant Williams (Fed regional de Nova York) com el vicepresident Jefferson van apostar per un examen de les dades sense urgències. Així, els inversors van passar a descomptar una menor probabilitat de pujades a l'octubre per als dos bancs centrals (l'escenari central és de pausa a l'octubre) i amb prou feines tres pujades de tipus més a les dues bandes de l'Atlàntic (en relació amb les quatre addicionals que es van arribar a cotitzar). Els *swaps* d'inflació de la zona de l'euro a 1 i a 2 anys també van caure amb intensitat en l'última setmana, tot i que es van mantenir per damunt dels nivells de l'agost (i s'esperen taxes d'inflació en els dos propers estius al voltant del 3% de mitjana).

Forts repunts de les rendibilitats sobiranes i ampliació dels diferencials a la zona de l'euro. Les referències sobiranes a llarg termini van assolir màxims de les últimes dècades, tot i que el matís *dovish* dels bancs centrals al tancament del mes va atenuar una part de les pujades. Als EUA, la corba es va desplaçar amb força a l'alça (uns 45 p. b. de mitjana en els diferents trams), amb el *treasury* a 10 anys superant el 5,20%. La corba, aplanada durant una gran part del mes, va recuperar pendent al tancament: els tipus curts van moderar els repunts en caure les expectatives sobre la Fed, mentre que els trams llargs van continuar tensionats per les preocupacions fiscals, la qual cosa va dur el *treasury* a 30

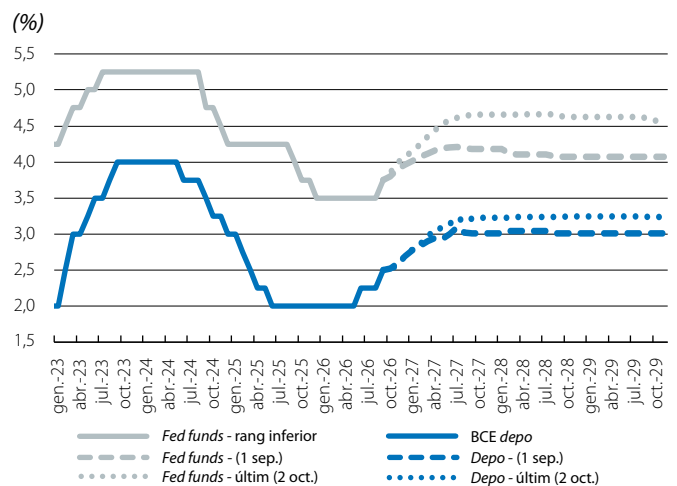
Swaps d'inflació per als propers dos anys i cru



Nota: * Els swaps d'inflació són la mitjana de la taxa d'inflació del mes corresponent en els dos propers anys.

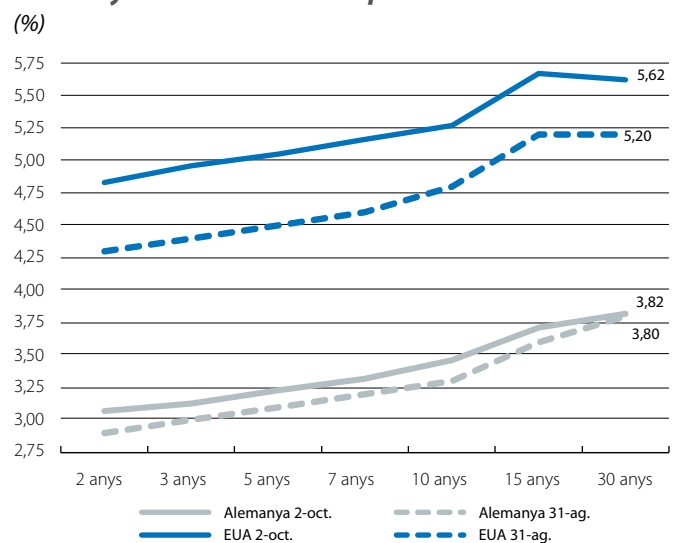
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Fed i BCE: expectatives de tipus d'interès descomptades pels tipus implícits del mercat monetari



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

Alemanya i EUA: corbes de tipus sobiranes



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

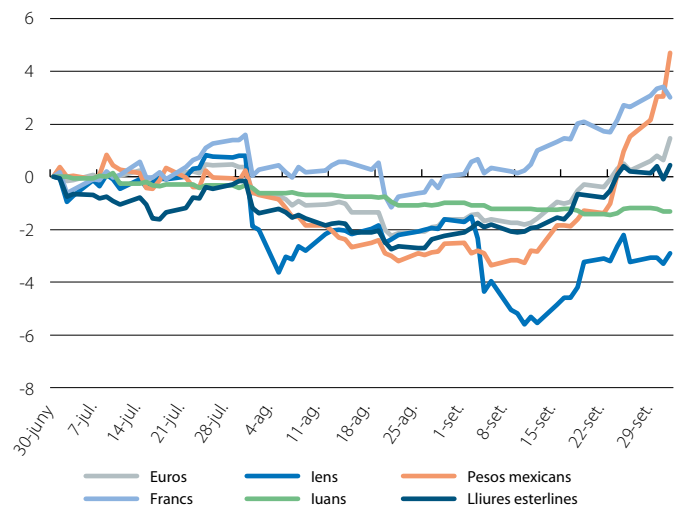
anys a màxims des del 2002. A la zona de l'euro, malgrat que també va haver-hi repunts de tipus, els inversors van buscar refugi en el deute alemany i van pressionar a la baixa els tipus d'interès dels *bunds*, en especial en els trams curts, la qual cosa també va afavorir un major apuntament de la corba. D'altra banda, el diferencial francès es va ampliar en més de 50 p. b., fins a superar els 140 p. b., i va generar, cap al final del mes, un cert contagi sobre els deutes italià i grec. Els deutes espanyol i portuguès van mostrar un millor comportament relatiu, amb ampliacions pròximes als 15 p. b., i, malgrat el repunt, van mantenir uns nivells comparativament baixos (i inferiors a la mitjana del 2024).

La pujada de tipus de la Fed va apreciar el dòlar, mentre que la crisi francesa va llstar l'euro. La divisa nord-americana es va apreciar en el mes davant les principals divises (el 3% l'índex DXY de tipus efectiu nominal), afavorida per la pujada de tipus d'una Fed que va aconseguir transmetre als inversors una menor tolerància a l'actual ritme de desinflació. Davant l'euro, aquest moviment es va prolongar amb l'ampliació de la prima francesa i amb la incertesa política, la qual cosa va deixar l'EUR-USD depreciat en més del 3% en el mes. L'euro també va cedir davant la lliura i el franc suís, amb aquest últim afavorit per la recerca de refugi. D'altra banda, el ien, que va començar el mes apreciand-se després de les intervencions del Ministeri de Finances japonès i del Tresor dels EUA al mercat de divises a l'agost, va tornar a cedir cap al final del mes. Entre les divises emergents, que també van patir els efectes de la fortalesa del dòlar i els elevats tipus nord-americans, va destacar la depreciació del peso mexicà, pròxima al 8%.

El sector tecnològic amplia la bretxa amb la resta de companyies a la borsa. L'optimisme generat per la IA va continuar donant suport a les companyies nord-americanes més exposades, la qual cosa va augmentar la concentració en els principals índexs i també les divergències amb les borses europees. Així, el fort avanç dels semiconductors i de les Magnificent 7 va permetre a l'S&P500 acabar el mes gairebé pla i al Nasdaq-100 avançar lleugerament, en un mes globalment feble per a les borses. No obstant això, l'amplitud del mercat va ser escassa, i tant l'S&P500 equiponderat com el Dow Jones o el Russell 2000, de companyies de menor capitalització, van registrar pèrdues. A la zona de l'euro, tant els agregats regionals com els índexs nacionals de les principals economies van acumular caigudes entre el 4% i el 6%, amb el CAC-40 francès com l'índex que va presentar un funcionament relatiu més negatiu. Per sectors dins l'agregat paneuropeu, l'Stoxx 600, els automòbils i els sectors més exposats a uns tipus d'interès elevats van registrar els descensos més intensos, i només els sectors energètic i tecnològic van registrar avanços en el mes.

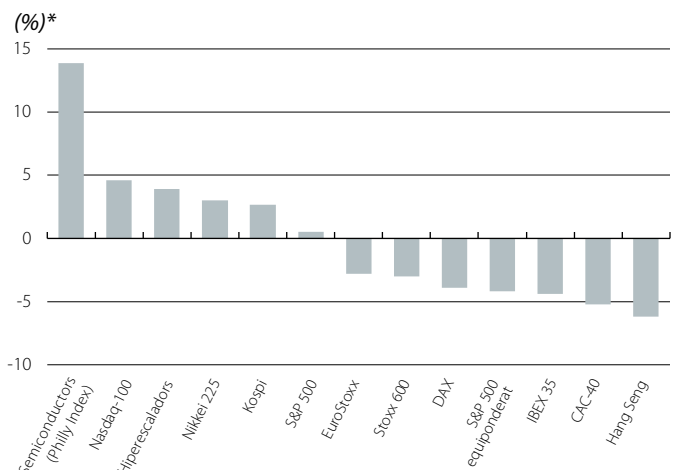
El petroli es va mantenir elevat malgrat la volatilitat en l'última setmana. Després d'arribar a vorejar els 110 dòlars per barril, impulsat pel conflicte al Pròxim Orient, el cru va corregir una part dels guanys després que l'Aràbia Saudita reprengués els fluxos a través d'un oleoducte alternatiu i que els EUA recorreguessin parcialment a les seves reserves estratègiques. Així i tot, el Brent va tancar per damunt dels 100 dòlars per barril i va acumular un avanç superior al 10% en el període. El gas natural també va prolongar les pujades, i el TTF holandès va avançar prop del 5%, per damunt dels 70 euros/MWh, en un moment en què comença a augmentar la demanda estacional a Europa. Els metalls preciosos, per la seva banda, van ampliar les pèrdues (pròximes al 6% en el cas de l'or), amb el seu atractiu com a refugi disminuït pels elevats tipus reals i per la fortalesa del dòlar.

Evolució de les divises seleccionades davant el dòlar (% d'apreciació del dòlar des del 30 de juny)



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

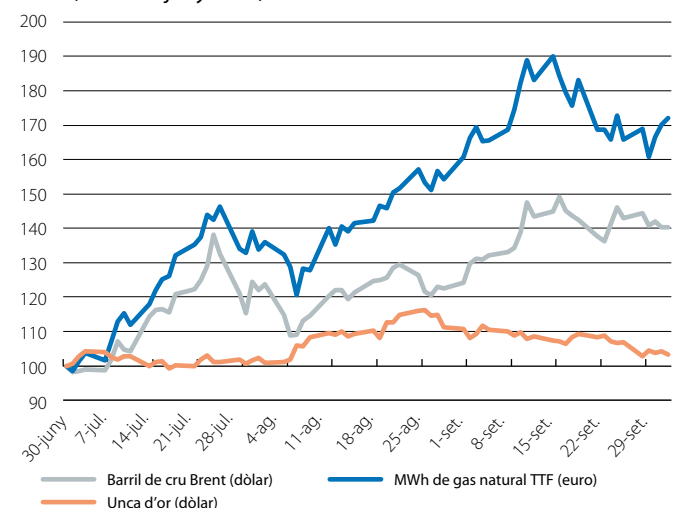
Funcionament dels principals índexs borsaris al setembre



Nota: * Variació acumulada entre el 31 d'agost i el 2 d'octubre.

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

Evolució dels preus energètics i de l'or Índex (100 = 30 juny 2026)



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

Perspectives i condicions financeres per a l'economia internacional: tardor del 2026

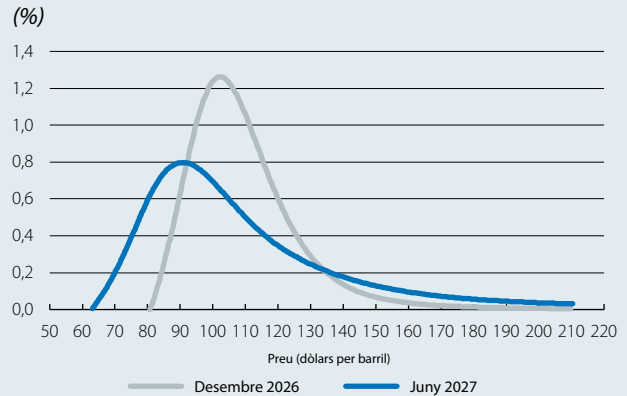
El conflicte al Pròxim Orient i les disruptions que provoca continuen marcant el compàs de l'economia internacional. Fins ara, l'activitat s'ha mantingut resilient, i les pressions inflacionistes, tot i que són rellevants, s'han circumscrit a l'energia, sense senyals d'efectes indirectes significatius sobre els preus de la resta de productes. No obstant això, la prolongació del conflicte i la seva incertesa han provocat un canvi de marxa entre els bancs centrals i les primeres pujades de tipus d'interès.

El punt de partida de l'escenari són uns preus de l'energia relativament exigents. Les nostres previsions s'ancoren en els futurs del petroli i del gas cotitzats als mercats financers, amb una senda que, en el punt de tall,¹ dibuixa una distensió gradual, tot i que no total, en els propers trimestres: un barril de Brent entre els 80 i els 90 dòlars en l'últim trimestre de l'any i entre els 75 i els 80 dòlars el 2027; gas TTF una mica per sota dels 70 euros fins al final del 2026 i disminuint cap als 40 euros al llarg del 2027. A més a més, els riscos al voltant del punt de partida són elevats. Els preus energètics han demostrat una ràpida capacitat de distensió si el conflicte al Pròxim Orient es canalitza. Però el tancament de l'estret d'Ormuz està consumint les existències que han permès alleujar la disruptió dels fluxos,² i les perspectives s'han tornat més incertes després de l'intent fallit de resolució a l'estiu. Així, els mercats financers cotitzen una distribució de preus del petroli amb un ampli ventall de possibilitats i un clar biaix cap a la persistència de les disruptions (vegeu el primer gràfic).

Atesa la senda prevista per als preus energètics, és probable que, en els propers mesos, economies com les dels EUA i la zona de l'euro vegin augmentar la inflació per damunt del 3,5% i fins i tot acostar-se al 4%, empenya per l'energia i, en particular, pels carburants.³ A partir de la primavera del 2027, la inflació hauria de baixar amb un efecte graó fort⁴ i tornar a cotes més pròximes al 2,5%. Una de les claus serà si, llavors, la inflació energètica s'haurà filtrat a la resta de preus. Ara com ara, els efectes indirectes són limitats, i l'entorn afavoreix que continuï sent així gràcies a una política monetària restrictiva, a una política fiscal menys acomodaticia que en el passat i a una activitat resi-

1. Cotitzacions mitjanes de 14 dies fins al començament de setembre.
2. La IEA estima una caiguda de l'oferta mundial de cru pròxima al 5% el 2026, acomodada a parts gairebé iguals entre el consum d'existències i l'ajust de la demanda.
3. Els principals components de la inflació energètica són els carburants i l'electricitat. Fins ara, el gros del xoc ha estat en termes de carburants, mentre que els retards de transmissió i la major producció de renovables (que redueix el paper del gas com a productor marginal) han mitigit l'impacte sobre l'electricitat.
4. Per efectes de base de l'energia, atès que el denominador de la inflació interanual ja incorporà els primers mesos de conflicte.

Petroli Brent: distribució dels preus en funció del mercat d'opcions

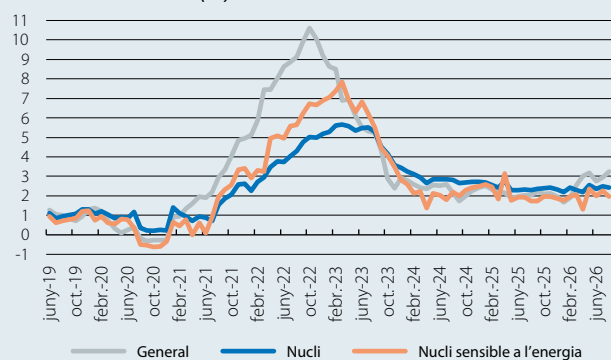


Nota: Distribucions per als futurs del Brent al desembre del 2026 i al juny del 2027 implícites en els preus de les opcions cotitzats al final de setembre del 2026.

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

Zona de l'euro: IPCH

Variació interanual (%)



Notes: L'IPCH nucli exclou l'energia i tots els aliments. El nucli sensible a l'energia només inclou les parts de l'IPCH nucli amb sectors productius amb una intensitat energètica elevada (segons les dades de les taules input-output; vegeu el Focus «Inflació europea: radiografia després del xoc del Pròxim Orient», a l'IM07/2026).

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

lient però no pròspera. Així i tot, tres fonts de risc venen dels refinatges de cru (com el dièsel, amb una demanda variada d'usos, i al qual s'afegeixen les tensions per la guerra a Ucraïna i per les restriccions exportadores), dels aliments (encariment dels fertilitzants, esdeveniments meteorològics extrems) i de l'amenaça de disruptions en les cadenes globals de subministrament (per exemple, els atacs al mar Roig).

És la intensificació dels riscos inflacionistes, provocada per un conflicte més llarg i incert, el que ha empès els bancs centrals a apujar tipus. En les dades en si, les pressions de preus subjacents gairebé no s'han vist alterades des del conflicte (vegeu el segon gràfic). Però, com més durin les disruptions, major serà el risc que es filtrin a la resta de preus i que la inflació guanyi inèrcia, motiu pel qual tant la

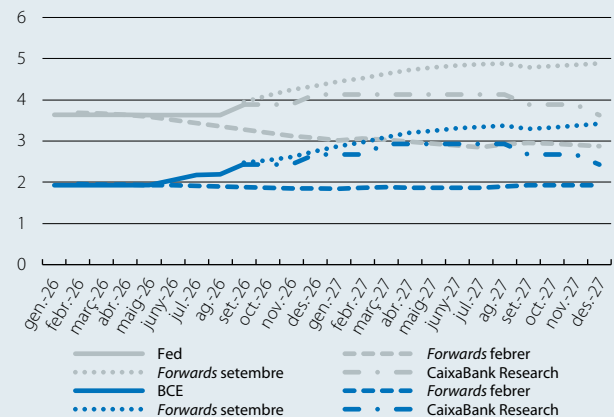
Fed com el BCE han començat a apujar tipus. A més a més, la resiliència que manté l'activitat dona espai als dos bancs centrals per endurir una mica més la política monetària. Tot això ens porta a preveure que la Fed i el BCE acabaran duent els tipus al 4,00%-4,25% i al 3,00%, respectivament, i que la millora de la inflació al llarg del 2027 permetrà relaxar la política monetària de manera relativament ràpida.⁵

Així, l'activitat econòmica s'enfronta a un context de preus energètics més elevats, a uns tipus d'interès més alts i a una inflació més enlairada. Alhora, el conjunt de les condicions financeres és menys restrictiu del que podria aparentar, gràcies al contrapès que exerceixen el bon funcionament de les borses des de l'inici d'enguany i la relativa estabilitat dels tipus de canvi, mentre que el *boom* inversor associat a la IA ajuda a contrarestar el llast del conflicte al Pròxim Orient. Fins ara, l'activitat econòmica s'ha mostrat resilient: el PIB de la zona de l'euro ha crescut a un ritme anualitzat una mica superior a l'1% en el primer semestre de 2026⁶, i el dels EUA, ho ha fet a un ritme una mica inferior al 2%, mentre que el PIB de la Xina s'ha mantingut en la banda del 4,5%-5,0% interanual que persegueixen les autoritats. A més a més, en els últims mesos, indicadors com els PMI mostren una recuperació del sentiment fins a màxims de l'any, la qual cosa ens porta a projectar la continuïtat d'un creixement econòmic relativament raonable i basat en la solidesa del mercat laboral.

Rere aquesta imatge hi ha diferències regionals. La zona de l'euro està relativament més exposada a l'encariment energètic per la seva dependència importadora dels combustibles fòssils, però compta amb l'embranchada dels plans d'inversió i de la despesa en defensa. A més a més, el dinamisme de la perifèria i la reacceleració d'Alemanya

Fed i BCE: tipus d'interès de referència

(%)



Nota: Dades i forwards per a l'FFR efectiu (Fed) i per a l'€STR (BCE).

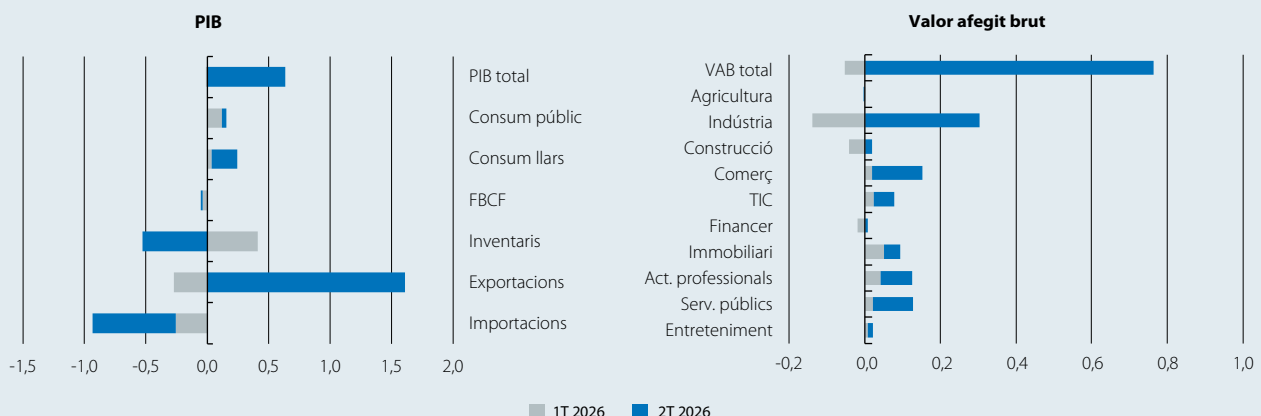
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

contrasten amb l'estancament de França. Per la seva banda, la major autonomia energètica dels EUA redueix l'impacte directe del xoc, mentre que l'activitat nord-americana es beneficia especialment del *boom* de la IA. No obstant això, la persistència de la inflació i una política monetària restrictiva també són un fre per a la demanda interna. Per la seva banda, l'economia xinesa combina la feblesa del sector immobiliari i de la demanda domèstica amb la capacitat de resistència de les seves elevades existències de petroli i l'impuls de les exportacions de béns amb més valor afegit (relacionades amb les tecnologies verdes i amb la IA).

Tot plegat dibuixa un escenari exigent, però no necessàriament negatiu. El Pròxim Orient, les disrupcions energètiques i les tensions geopolítiques continuaran mar-

Zona de l'euro: creixement de l'activitat des de l'inici del 2026

(contribució al PIB o VAB, p. p.)



Notes: El PIB i el VAB mostren la contribució de cada trimestre a l'acumulat fins al 2T 2026 (en relació amb el 4T 2025). Per als components de demanda i per als sectors, es mostra la seva contribució al total del PIB o el VAB del trimestre corresponent. Dades desestacionalitzades i ajustades per efectes de calendari.

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

5. Els mercats cotitzen un enduriment més agressiu, amb tipus més alts durant més temps.

6. La zona de l'euro ha crescut a un ritme mitjà de l'1,3% intertrimestral anualitzat (l'1,2% sense Irlanda). Alemanya ho ha fet a l'1,6%; Espanya, al 2,7%, i Itàlia, a l'1,0%. França, en canvi, s'ha contret a un ritme trimestral del 0,3% anualitzat.

cant la direcció de l'economia, la qual cosa comporta unes perspectives que poden canviar de manera ràpida i multidireccional. El cicle inversor de la IA també genera riscos de doble tall: pot esperonar el creixement mitjançant un augment de la demanda i de la productivitat o pot condicionar-lo si alimenta nous episodis de turbulències financeres.⁷ Tot això sense oblidar un entorn amb un deute públic elevat i amb uns tipus d'interès més alts, amb un escrutini creixent dels inversors sobre economies com França o els EUA, ni les tensions comercials, malgrat que el marc aranzelari dels EUA s'ha estabilitzat en l'últim any i, tot i que ha canviat en la seva forma legal, manté un fons similar i l'objectiu d'un aranzel mitjà amb la resta del món pròxim al 10%.

7. Els últims trimestres han aportat ja alguns exemples: el delicat equilibri entre unes valoracions borsàries riques de la IA i les seves ambicioses expectatives de beneficis empresarials, el risc de disrupció en sectors tradicionals i la competència per finançament (que contribueix a incrementar els tipus d'interès sobirans).

Previsions: activitat i preus

	PIB			Inflació		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
EUA	2,1	2,1	1,9	2,6	3,3	2,3
		2,6	2,0		2,6	2,2
Zona de l'euro	1,3	1,0	1,4	2,1	3,0	2,6
		1,3	1,5		1,9	2,0
Alemanya	0,3	1,1	1,1	2,3	2,8	2,5
		1,0	1,4		2,0	2,1
França	0,9	0,5	0,9	0,9	2,4	2,3
		1,0	1,2		1,3	1,7
Itàlia	0,7	0,9	0,8	1,6	2,7	2,5
		0,8	1,1		1,5	1,8
Xina	5,0	4,5	4,0	0,1	1,0	1,5
		4,5	4,0		1,0	1,5

Notes: Mitjana del període. En blau i en cursiva, les previsions anteriors al conflicte al Pròxim Orient (febrer del 2026). Font: CaixaBank Research.

Previsions: entorn financer

	Mitjana anual			Final de període		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Petroli Brent (dòlars per barril)	68,2	86,8	78,5	61,6	83,7	75,9
		67,2	65,4		66,0	64,8
Gas TTF (euros per MWh)	36,4	53,0	45,3	27,7	65,5	40,6
		30,8	26,2		30,2	26,2
Fed: tipus oficial (FFR) (%; límit inferior)	4,08	3,60	3,90	3,50	4,00	3,50
		3,27	3,00		3,00	3,00
BCE: tipus oficial (depo) (%)	2,24	2,24	2,85	2,00	2,75	2,50
		2,00	2,00		2,00	2,00
Tipus sobirà EUA 10 anys (%)	4,29	4,62	4,88	4,14	5,20	4,60
		4,38	4,55		4,50	4,60
Tipus sobirà Alemanya 10 anys (%)	2,64	3,11	3,14	2,84	3,30	3,00
		2,90	2,92		2,95	2,90
Tipus sobirà Espanya 10 anys (%)	3,23	3,56	3,66	3,28	3,80	3,55
		3,35	3,48		3,45	3,50
Tipus de canvi EUR-USD (dòlars per euro)	1,13	1,16	1,17	1,17	1,17	1,18
		1,20	1,20		1,20	1,20

Notes: En blau i en cursiva, les previsions anteriors al conflicte al Pròxim Orient (febrer del 2026). Previsions per al Brent i per al TTF basades en futurs de mercat. Font: CaixaBank Research.

Tipus d'interès (%)

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,65	2,40	25	50	50
Euríbor 3 mesos	2,62	2,59	2	59	60
Euríbor 12 mesos	3,33	3,00	33	109	114
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,96	2,68	28	95	102
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	3,21	2,94	27	109	118
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	3,59	3,32	26	73	88
Deute públic a 10 anys (Espanya)	4,13	3,78	36	85	87
Deute públic a 10 anys (Portugal)	4,01	3,67	34	86	89
EUA					
Fed funds (límit inferior)	3,75	3,50	25	25	-25
SOFR 3 mesos	4,08	3,80	28	43	10
Deute públic a 1 any	4,54	4,14	40	107	90
Deute públic a 2 anys	4,89	4,34	55	141	127
Deute públic a 10 anys	5,28	4,75	53	112	115

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	63	51	12	12,1	6,7
Itraxx Financer Sènior	69	54	16	15,1	9,5
Itraxx Financer Subordinat	115	87	27	21,7	12,7

Tipus de canvi

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,133	1,162	-2,5	-3,5	-3,4
EUR/JPY (iens per euro)	178,350	185,590	-3,9	-3,1	2,4
EUR/GBP (lliures per euro)	0,854	0,857	-0,4	-2,0	-2,2
USD/JPY (iens per dòlar)	157,410	159,740	-1,5	0,4	5,9

Primeres matèries

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
Índex Bloomberg de primeres matèries	141,8	141,4	0,3	29,3	35,0
Brent (\$/barril)	103,5	90,5	14,4	70,1	52,3
Or (\$/unça)	4.157,4	4.437,4	-6,3	-3,7	8,4

Renda variable

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	7.651,5	7.686,1	-0,5	11,8	14,9
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	6.269,0	6.420,2	-2,4	8,2	13,8
Ibex 35 (Espanya)	19.426,2	19.974,1	-2,7	12,2	26,8
PSI 20 (Portugal)	9.666,8	9.437,2	2,4	17,0	21,1
Nikkei 225 (Japó)	66.753,7	66.311,9	0,7	32,6	48,2
MSCI emergents	1.704,9	1.719,3	-0,8	21,4	27,3

L'economia internacional resisteix els xocs, fins al moment

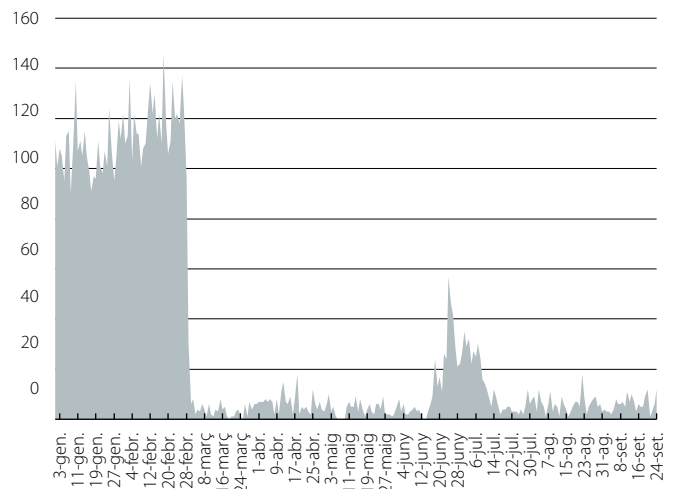
El conflicte al Pròxim Orient es prolonga. La guerra entre l'Iran i els EUA i Israel arriba ja gairebé als set mesos i es troba en una fase de tensió. L'estancament militar sobre el terreny coincideix amb unes negociacions diplomàtiques complicades, com es va posar de manifest durant l'Assemblea General de l'ONU celebrada al final de setembre, mentre Trump endueix la seva retòrica per exigir l'assoliment d'un pacte definitiu com més aviat millor. L'estret d'Ormuz continua sent el centre estratègic del conflicte, i amb prou feines s'hi registra trànsit marítim. A més a més, els atacs dels houthis del Iemen, aliats de l'Iran, contra instal·lacions i vaixells de l'Àràbia Saudita endureixen la situació per al mercat de l'energia (el regne saudita va arribar a tancar un oleoducte) i representen un risc sobre l'estret de Bab el-Mandeb, que comunica el canal de Suez amb Europa. En aquest context, el preu del barril de Brent va superar els 100 dòlars al setembre (prop del 15% més en relació amb l'agost), i el preu de la referència europea del gas natural liquat va fluctuar entre els 70 i els 80 euros/MWh i va assolir màxims de gairebé tres anys.

Així i tot, fins a la data, l'economia mundial ha mostrat un comportament resilient, gràcies al suport de les polítiques públiques per compensar el xoc energètic, a la disponibilitat d'inventaris energètics i al fort impuls de la inversió i del comerç vinculats a la IA. De fet, l'OCDE, a l'informe del setembre, revisa modestament a l'alça el creixement el 2026 de forma generalitzada, però es mostra una mica més prudent en relació amb el 2027. Així, anticipa que el creixement mundial es desaccelerarà lleugerament fins al 2,9% el 2026 i que es recuperarà fins al 3,0% el 2027. Mentrestant, l'augment de la inflació es limita, ara com ara, a l'energia, i el seu contagi a la resta de preus és força contingut a les principals economies desenvolupades, la qual cosa explica que les expectatives d'inflació a mitjà termini es mantinguin ancorades al voltant dels objectius dels bancs centrals. No obstant això, l'evolució dels preus de l'energia representa un risc important a la baixa per a l'activitat, sobretot de cara a la temporada d'hivern, en especial per aquelles economies més dependents de les importacions d'energia.

Les enquestes de clima empresarial apunten a un 3T força dinàmic a la zona de l'euro. Sembla que els principals indicadors de clima i d'opinió empresarial apunten al fet que el creixement de la zona de l'euro (sense Irlanda) en el 3T mantindria el to del 2T, malgrat l'agreujament de la crisi energètica i l'augment de la incertesa. Així, el PMI de la zona de l'euro va assolir al setembre màxims de tres anys i mig (+1,1 punts, fins als 53,1, sent 50 el llindar que marca els creixements positius), gràcies a la notable reactivació del sector serveis. Per països, a França, va aconseguir superar el llindar dels 50 per primera vegada des de l'inici d'enguany i, a Alemanya, va assolir màxims d'11 mesos. Aquesta millora de l'optimisme dels empresaris en relació amb Alemanya es reforça gràcies a l'evolució seguida per l'índex de

Trànsit de vaixells per l'estret d'Ormuz

Nombre de trànsits per dia

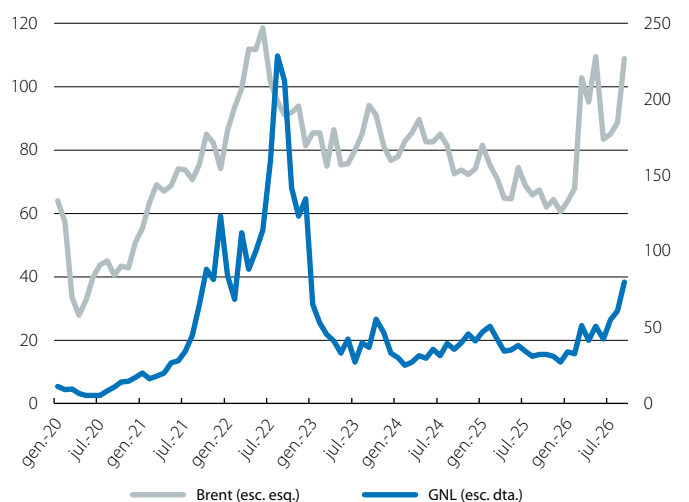


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Preus de l'energia

Brent (dòlars/barril)

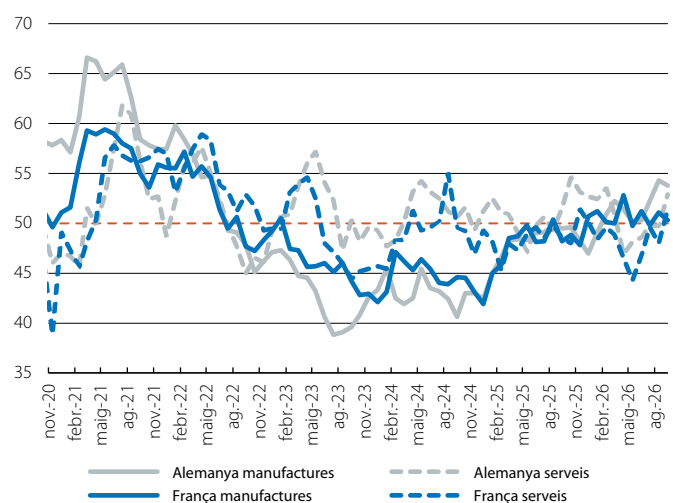
GNL (euros/MWh)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv Workspace.

Zona de l'euro: PMI per components

Índex (>50 expansió; <50 contracció)



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

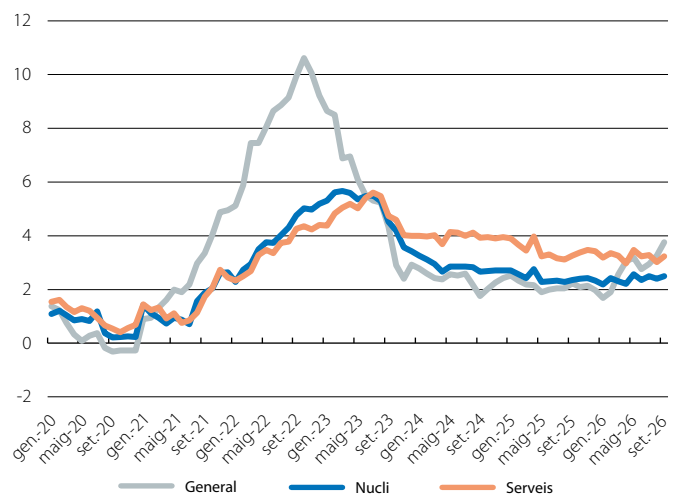
confiança empresarial Ifo, que, al setembre, va assolir màxims des del maig del 2023 (89,9, sent 100 el llindar de referència), i als senyals que mostra el ZEW, que revela que el percentatge d'enquestats que al setembre anticipaven una millora de la situació supera el 46%, en relació amb el 12% que temia un deteriorament.

Però les dades reals refreden l'optimisme de les enquestes empresarials, principalment a Alemanya. En contrast amb l'optimisme que mostren les enquestes empresarials a Alemanya, la confiança de les llars alemanyes continua baixa, en un context de lent degoteig a l'alça de la taxa d'atur (el 4,0% al juliol, màxims des de la pandèmia), i els indicadors d'activitat del juliol apunten a una arrencada del 3T força feble. De fet, a Alemanya, les vendes al detall van recular el 3,4% intermensual (i van arrossegar les vendes de la zona de l'euro al -0,6%), mentre que el dinamisme de les comandes industrials (el +2,5% intermensual) es va explicar, principalment, per l'impuls de les partides més erràtiques (transport i defensa), ja que, en excloure-les, haurien caigut l'1,4%. Aquesta feblesa de fons es correspon amb la reculada de la producció industrial (el -1,1% intermensual vs. el 0,0% al juliol) i amb la frenada de les exportacions (el -0,8% intermensual vs. el 0,0%). En aquest context, la inflació general de la zona de l'euro va augmentar al setembre 0,6 p. p., fins al 3,8%, màxim en tres anys, impulsada pel nou repunt dels preus de l'energia, amb una nucli que puja 0,1 p. p., fins al 2,5%, la qual cosa apunta al fet que els efectes indirectes del xoc energètic continuen sent limitats.

Als EUA, la inflació continua pressionada a l'alça per l'energia i el mercat de treball continua molt volàtil. Sembla que les últimes dades apunten a un menor dinamisme del consum de les famílies: al juliol, es va estancar en termes reals, després de créixer el 0,4% en els dos mesos previs, la qual cosa va permetre recuperar la taxa d'estalvi fins a màxims de quatre mesos (+0,4 p. p., fins al 3,0% de la renda disponible). A més a més, els indicadors no suggereixen una reactivació substancial en els propers mesos, d'acord amb el nou descens de la confiança de Michigan a l'agost (entre els mínims des de l'estiu del 2022) i del Conference Board, que durant una bona part de l'any ha oscil·lat al voltant de mínims des del començament del 2021. La producció industrial també es va estancar a l'agost (després de dos mesos creixent el 0,2% intermensual), però l'evolució seguida pels principals indicadors de clima del sector permet confiar que es tractarà d'una situació transitòria: al setembre, el PMI de les manufactures (+2,0 punts, fins als 55,9) i l'ISM per a les manufactures (-0,1 punts, fins als 54,5) s'han consolidat en valors compatibles amb un creixement dinàmic al sector. Mentrestant, la creació d'ocupació continua sent molt volàtil i ha tancat el 3T amb una generació mitjana de 51.000 llocs de treball al mes, per sota dels 76.000 creats, de mitjana mensual, durant el primer semestre, amb una taxa d'atur que ha repuntat 0,1 p. p., fins al 4,2%, al setembre. Per la seva banda, la inflació continua pressionada a l'alça per l'energia: a l'agost, la general va repetir en el 3,4% segons l'IPC, mentre que la nucli va caure 0,1 p. p., fins al 2,4%.

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

Variació interanual (%)

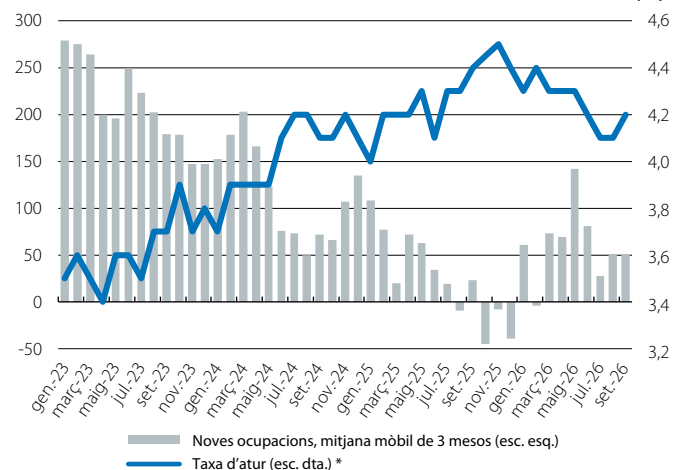


Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

EUA: ocupació

(Milers)

(%)

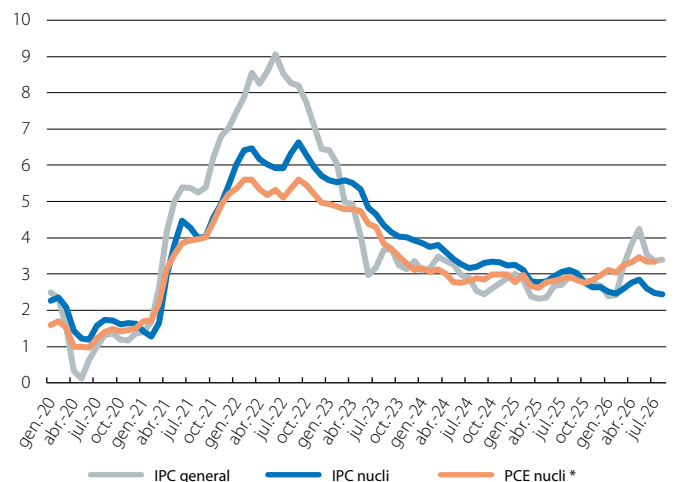


Nota: * La dada de la taxa d'atur de l'octubre del 2025 no es va publicar pel shutdown, la presentada s'ha interpolat.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

EUA: indicadors de preus

Variació interanual (%)



Nota: * El PCE és la referència per a la Fed, i la nucli exclou l'energia i tots els aliments.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

Són rellevants les *midterms* per a Trump? I per als EUA?

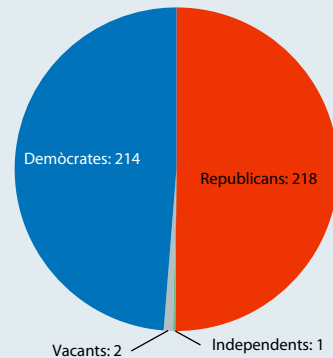
El proper 3 de novembre, els nord-americans tornaran a les urnes per renovar la totalitat de la Cambra de Representants i un terç del Senat, les dues cambres en què el Partit Republicà va obtenir la majoria el 2024. Malgrat que Donald Trump no apareixerà a les paperetes, les eleccions constituïran el primer gran examen nacional del seu segon mandat. Ara com ara, les enquestes i les votacions celebrades des del seu retorn a la Casa Blanca dibuixen un entorn favorable als demòcrates. Al mateix temps, no sembla que els territoris i els grups socials que més van contribuir al gir republicà del 2024 hagin rebut encara el dividend econòmic promès. Així, el resultat posarà a prova la confiança de la base electoral que li va retornar la presidència, però, de forma més rellevant, determinarà el contrapès institucional al qual s'enfrontarà Trump i que condicionarà el debat intern del Partit Republicà sobre la continuïtat de la seva agenda de cara a les presidencials del 2028.

Què es decideix el 3 de novembre?

A les eleccions de mig mandat es renovaran els 435 membres de la Cambra de Representants i 35 dels 100 senadors (vegeu els dos primers gràfics).¹ Els demòcrates necessiten augmentar de 214 a 218 el nombre de representants per recuperar la Cambra i necessiten quatre escons addicionals per assolir una majoria de 51 senadors, atès que la vicepresidència –i, per tant, el vot de desempat– romanirà en mans republicanes.

L'abast d'una victòria demòcrata dependrà de la cambra conquerida. El control del Senat permetria bloquejar nomenaments de jutges federals, d'alts càrrecs de l'Administració o de membres de la Reserva Federal. El de la Cambra atorgaria més capacitat per investigar l'Executiu, per reclamar documents i per examinar possibles conflictes d'interès o abusos de poder, una estratègia que, pel que sembla, els responsables demòcrates prioritzen en lloc de l'obertura immediata d'un nou procés d'*impeachment*. Una majoria demòcrata a qualsevol de les dues cambres podria frenar una nova legislació republicana, mentre que el control de les dues permetria impulsar una agenda alternativa, tot i que Trump conservaria el poder de veto. En l'àmbit fiscal, el nou equilibri polític podria modificar algunes retallades de despesa previstos a la *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA) o dificultar la pròrroga de les seves disposicions temporals, tot i que difícilment alteraria de manera substancial la senda projectada de dèficit i de deute en absència d'acords bipartidistes. L'enfrontament

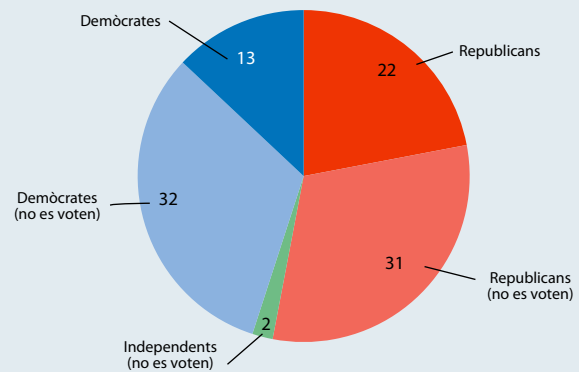
EUA: composició actual de la Cambra de Representants



Nota: 435 representants en total. Majoria amb 218 representants. Les 2 vacants corresponen a representants que han dimitit (1 demòcrata i 1 republicà). El representant independent va canviar d'afiliació des del partit republicà.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Congrés dels EUA.

EUA: composició actual del Senat i escons objecte de votació a les *midterms*



Nota: 100 senadors en total. Majoria amb 51 senadors. Els dos senadors independents s'integren dins el bloc demòcrata.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Congrés dels EUA.

polític també es podria traslladar a les lleis de finançament i podria complicar l'aprovació de la despesa federal i augmentar el risc de tancaments parcials de l'Administració (*shutdowns*), amb els costos econòmics associats.²

La pèrdua del Congrés no impediria, però, que Trump continués actuant mitjançant ordres executives i competències delegades per lleis anteriors, en especial en política migratòria, comercial i exterior. El seu marge seria ampli, tot i que no il·limitat: necessitaria finançament per executar algunes mesures i les seves decisions continuarien subjectes a les lleis vigents i al control dels tribunals. Els revessos del Tribunal Suprem als aranzels imposats per la IEEPA i a la

1. Dels 35 escons del Senat en joc, 33 corresponen a la renovació ordinària i 2 a eleccions especials per decidir qui completa els mandats de J. D. Vance i de Marco Rubio, substituïts provisionalment després d'assumir la vicepresidència i la Secretaria d'Estat, respectivament.

2. Congressional Research Service (2026), «Past Government Shutdowns: Key Resources», i Congressional Budget Office (2025), «A Quantitative Analysis of the Effects of the Government Shutdown on the Economy Under Three Scenarios».

restricció de la ciutadania per naixement mostren precisament aquests límits.³

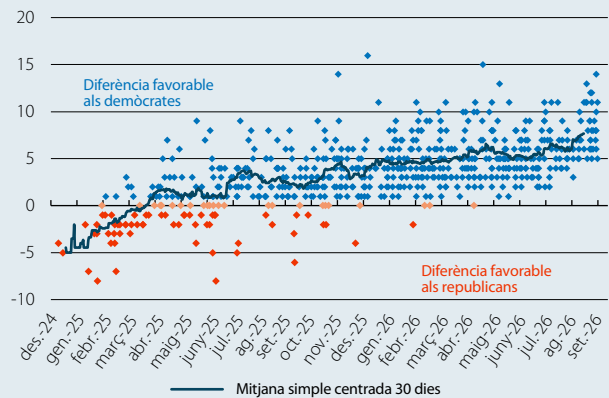
Enquestes favorables als demòcrates

Els demòcrates parteixen amb el vent històric a favor: el partit del president ha perdut escons a la Cambra en 20 de les 22 eleccions de meitat de mandat celebrades des del 1938.⁴ Aquesta regularitat no determina el resultat, però reforça la lectura d'unes enquestes que ja situen els republicans en una posició vulnerable.

Al final de setembre, la mitjana de les enquestes d'intenció de vot al Congrés situava els demòcrates al voltant de 7-8 punts per davant dels republicans (vegeu el tercer gràfic). L'avantatge no es tradueix mecànicament en escons, a causa del traçat dels districtes i de la distribució territorial del vot, però és compatible amb un risc elevat per a l'estreta majoria republicana a la Cambra. Per la seva banda, el mercat de predicció Polymarket assignava, al final de setembre, una probabilitat del 90% a una Cambra demòcrata i una mica menys del 40% al fet que els republicans conservin el Senat (vegeu el quart gràfic). La diferència obeeix a les característiques del mapa electoral. Per recuperar el control del Senat, els demòcrates necessiten guanyar quatre escons nets: les seves principals oportunitats es troben en estats representats en l'actualitat per republicans, com Carolina del Nord, Maine, Alaska i Ohio, mentre que Iowa i Texas presenten opcions més difícils. Al mateix temps, han de conservar Geòrgia i Michigan, dos estats guanyats per Trump a les presidencials del 2024.⁵

Les urnes han ofert senyals similars. El 2025, els demòcrates van conquerir el govern de Virgínia, van conservar el de Nova Jersey i van mantenir la majoria progressista al Tribunal Suprem de Wisconsin, els membres del qual s'elegeixen a les urnes, en un estat on havia guanyat Trump el 2024. Més revelador és el patró de les eleccions celebrades des de la seva investidura: en una anàlisi publicada a l'abril sobre 229 eleccions federals i estatals amb candidats dels dos partits, principalment comicis especials al Congrés i a les cambres legislatives estatals, els demòcrates van superar en 193 de les ocasions la quota de vot obtinguda per Kamala Harris el 2024, amb una millora mitjana de 5 punts.⁶ A les eleccions a l'alcaldia de Nova York, la victòria de Zohran Mamdani, amb una campanya centrada en l'habitatge i en el cost de la vida, va aportar un altre senyal que

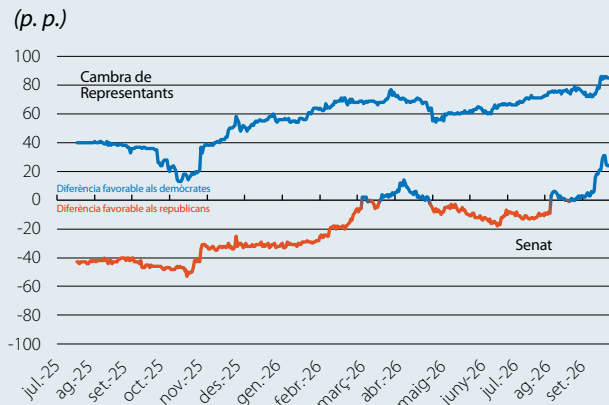
EUA: diferència d'intenció de vot entre demòcrates i republicans per a les midterms



Nota: Cada punt representa el saldo de la diferència per a una enquesta. Els punts de color taronja es corresponen amb un saldo nul.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de The New York Times.

EUA: diferència de probabilitat per al control demòcrata/republicà de les cambres a les midterms (p. p.)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Polymarket (via Bloomberg).

una proposta econòmica de signe contrari podia guanyar suport fins i tot en barris on el vot republicà havia avançat de manera significativa en les últimes presidencials.

Els territoris del gir republicà han rebut el dividend promès?

La victòria de Trump el 2024 es va basar en una major mobilització republicana, en l'abstenció d'antics votants demòcrates i en la preocupació per la inflació i per la immigració. El seu avanç va ser territorialment molt ampli: va millorar en relació amb el 2020 a 9 de cada 10 comtats i va guanyar terreny especialment a les grans àrees urbanes, als territoris amb una elevada població immigrant, al sud de Florida, a la frontera de Texas i als estats industrials de l'Oest Mitjà.⁷ La qüestió ara és si aquestes zones han obtingut el que esperaven i si els seus votants perceben que la seva situació ha millorat.

7. Economic Innovation Group (2024), «The Economic Geography of the 2024 Elections».

3. Vegeu el Focus «El nou escenari d'aranzels als EUA (edició tornada a l'escola 2026)», a l'IM09/2026, i el Focus «Polítiques migratòries Trump 2.0: el final de l'American Dream?», en aquest mateix Informe Mensual.

4. Vegeu Brookings Institution (2025), «What History Tells Us About the 2026 Midterm Elections».

5. Vegeu The Cook Political Report (2026), «2026 Senate Race Ratings».

6. POLITICO (2026), «Democrats Have Made Up Ground in Nearly Every Election Since Trump Took Office». En qualsevol cas, el senyal s'ha d'interpretar amb cautela, per la menor participació habitual en les eleccions especials i perquè Harris havia rendit per sota d'altres candidats demòcrates en alguns territoris.

Les dades disponibles no permeten identificar un dividend econòmic diferencial als territoris que van protagonitzar el gir republicà. L'economia nord-americana ha mantingut un creixement positiu, però, a l'agost del 2026, només vuit estats registraven un augment interanual estadísticament significatiu de l'ocupació no agrària, mentre que 10 presentaven increments apreciables de la taxa d'atur en relació amb un any abans.⁸ Aquestes dades mostren que la millora laboral queda lluny de ser generalitzada, tot i que no permeten establir una relació causal amb les polítiques de Trump, i cal recordar que la percepció entre els votants també està condicionada per la identificació partidista.⁹

Per la seva banda, els aranzels ofereixen protecció davant la competència exterior als productors d'acer i d'altres béns, però també incrementen els costos de les empreses que utilitzen metalls i components importats. Aquesta tensió és especialment rellevant per al cinturó industrial de Michigan, Pensilvània, Wisconsin i Ohio. L'evidència disponible apunta al fet que els aranzels han encarat els béns importats sense generar fins ara una millora apreciable de l'ocupació agregada, amb efectes laborals modestos i desiguals entre sectors i territoris.¹⁰ A més a més, el xoc energètic provocat pel conflicte al Pròxim Orient ha afegit noves pressions inflacionistes, amb una incidència directa sobre el cost dels carburants, un dels preus més visibles per a les llars nord-americanes, i ha pressionat a l'alça els tipus d'interès, la qual cosa ha dificultat el compliment de la principal expectativa econòmica dipositada en Trump: reduir el cost de la vida.¹¹

La política migratòria presenta una tensió similar. Algunes anàlisis preliminars relacionen la intensificació de les operacions i de les detencions del servei de control d'immigració i duanes (ICE, per les sigles en anglès) amb caigudes

locals de l'oferta de treball, del consum i de l'ocupació, inclosa la de treballadors nascuts als EUA.¹² El seu impacte pot ser, a més a més, electoral. El 2024, Trump es va guanyar de forma substancial el suport dels votants llatins, impulsat, en bona part, pel malestar econòmic, però les eleccions de Virgínia i de Nova Jersey del 2025 van revertir una part d'aquell avanç. Les enquestes apunten al fet que el seu suport s'està afeblint en un context de preus elevats i d'exposició d'aquestes comunitats a les operacions migratòries, tot i que encara no és clar quant respon a canvis de vot i quant a una major mobilització democràtica.¹³

El major desafiament fins al 2028 serà per a l'economia

Una derrota republicana no convertiria Trump en un president sense poder, però sí que modificaria els seus incentius. Sense possibilitat d'optar a la reelecció i amb menys capacitat legislativa, podria traslladar la iniciativa cap a àmbits amb més autonomia presidencial, com les polítiques comercial, migratòria i exterior, i podria augmentar la incertesa reguladora i geopolítica. Així, les *midterms* decidiran quant de la seva agenda pot Trump finançar, blindar i convertir en un llegat durador. Per al Partit Republicà, una derrota plantejaria, a més a més, el dilema de mantenir una agenda que mobilitza la seva base, però que pot comprometre les seves opcions a les presidencials del 2028. Per als EUA, el que està en joc és l'equilibri entre la capacitat d'actuació i el contrapoder institucional: un Congrés opositor podria limitar les decisions més disruptives i reduir les sorpreses legislatives, però també podria obrir una etapa de bloqueig, de major judicialització i de menor previsibilitat pressupostària. En definitiva, l'equilibri polític resultant de les urnes no serà neutral per a l'economia nord-americana i condicionarà el grau d'incertesa en els propers anys.

David Martínez Turégano

8. Bureau of Labor Statistics (2026), «State Employment and Unemployment, August 2026».

9. Sahm, C. (2026), «Consumer Sentiment Isn't Politics, but Politics Is Reshaping It».

10. Azzimonti, M. i Titcomb, J. (2026), «U.S. Import Tariffs in 2025: Realized Tariff Rates, Import Prices, and Local Labor-Market Effects», i Matschke, J. i Dzholos, M. (2025), «Higher Tariffs Might Have Created Headwinds to Employment Growth in 2025».

11. Federal Reserve Bank of Chicago (2026), «The Aftermath of the 2026 Oil Shock: Some Alternative Macroeconomic Scenarios».

12. Cox, E. i East, C. N. (2026), «Labor Market Impacts of ICE Activity in Trump 2.0», i Hernández, E. (2026), «ICE-ing the Economy: Immigration Enforcement Under Trump 2.0 and Local Economic Activity».

13. Pew Research Center (2025), «Voting Patterns in the 2024 Election»; Pew Research Center (2026), «Trump's approval rating hits second-term low among his Latino voters, though many still approve», i CBS News (2025), «Latino Voters Swing Toward Democrats in 2025 After Trump's 2024 Historic Gains».

Polítiques migratòries Trump 2.0: el final de l'*American Dream*?

El 250è aniversari de la Declaració d'Independència dels EUA coincideix amb un dels moments de la seva història recent en què més es debat l'abast d'un dels seus ideals fundacionals: la igualtat de totes les persones, la seva llibertat per desenvolupar un projecte vital propi i el seu dret a perseguir un futur millor, una visió que ha contribuït a definir el país com a nació d'immigrants i com a terra d'oportunitats. Les polítiques migratòries restrictives no són una novetat en la història nord-americana, ni són el tret distintiu de la segona Administració Trump en relació amb les seves predecessores. El que és nou és l'amplitud i la rapidesa de la seva aplicació, així com el seu impacte potencial sobre els principis constitucionals, des de la ciutadania per naixement fins a les garanties processals bàsiques. Malgrat que les seves conseqüències sociopolítiques a mitjà termini continuen sent incertes, ja s'observen alguns efectes econòmics rellevants: un menor impuls demogràfic, tensions en segments específics del mercat laboral i una possible erosió de la capacitat dels EUA per atraure talent internacional.

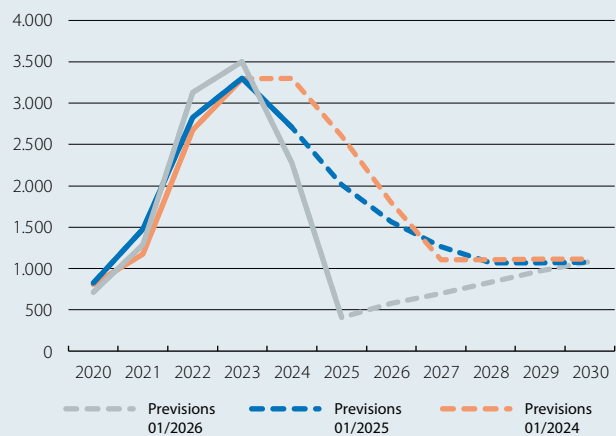
Restriccions d'ample espectre: de la gestió dels fluxos a la reducció de l'estoc migratori

El gir migratori de Trump 2.0 va començar el mateix dia de la seva presa de possessió. El 20 de gener del 2025, el president va signar diverses ordres executives destinades a reforçar el control de la frontera, a restringir l'accés a l'asil, a ampliar les facultats de detenció i expulsió i a revisar diferents vies d'immigració legal i humanitària. Entre altres mesures, es van cancel·lar les cites prèvies per sol·licitar asil que es tramitaven per via electrònica; es va reactivar el programa *Remain in Mexico*, pel qual els sol·licitants d'asil han d'esperar la resolució del procediment en sòl mexicà; es va ampliar el recurs als procediments d'expulsió accelerada, i es van suspendre o es van limitar diversos programes d'admissió de refugiats, d'autoritzacions temporals (*parole*) i de mecanismes de protecció temporal davant l'expulsió per a determinades nacionalitats. A això es van afegir noves restriccions d'entrada (*travel bans*) per a ciutadans de 19 països (ampliades després a 39 països), més exigències de control per a l'obtenció de visats i mesures destinades a fomentar l'«autodeportació» i a reduir l'atractiu de la permanència irregular.

Malgrat que moltes d'aquestes eines tenen precedents en administracions anteriors, la novetat de Trump 2.0 rau en la seva aplicació simultània al llarg de tot el cicle migratori: des de l'entrada al territori i l'accés a l'asil fins a la permanència, la regularització o l'expulsió. Obama va combinar elevats nivells de deportació amb mecanismes d'alleujament administratiu com la DACA, que protegia de forma temporal de la deportació els immigrants indocumentats arribats al país sent menors d'edat; Trump 1.0 va introduir

Immigració neta als EUA

(Milers de persones)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la CBO.

els *travel bans*, el mur fronterer i el *Remain in Mexico*, i Biden va tractar de canalitzar els fluxos mitjançant vies legals i humanitàries, tot i que va endurir de forma progressiva la frontera. Trump 2.0 va un pas més enllà en intentar reduir tant les noves entrades com l'estoc d'immigrants ja presents al país.

El canvi és especialment visible en el terreny jurídic. L'actual Administració va intentar restringir mitjançant ordre executiva la ciutadania automàtica per naixement reconeguda per la 14^a Esmena de la Constitució, però el Tribunal Suprem va invalidar la mesura al juny del 2026. Amb posterioritat, una ordre d'abast més limitat també ha estat bloquejada de forma provisional per un tribunal federal. Així mateix, ha impulsat una expansió de les expulsions accelerades i de la detenció administrativa que ha reobert el debat sobre l'abast de les garanties processals aplicables als no ciutadans i sobre els límits constitucionals de la política migratòria, inclòs el paper dels tribunals federals en el control de les decisions de l'Executiu en aquesta matèria.

Impacte econòmic: menor impuls demogràfic i tensions al mercat laboral

Els efectes de les mesures descrites a la secció anterior ja s'han començat a reflectir en les dinàmiques demogràfiques i laborals dels EUA. Prenent com a referència les últimes projeccions de població de la Congressional Budget Office (CBO), l'arribada de la segona Administració Trump ha comportat una reducció significativa dels fluxos d'immigració neta previstos per als propers anys (vegeu el primer gràfic). Malgrat que la CBO ja anticipava una normalització dels fluxos després dels elevats registres dels anys anteriors, al setembre del 2025, va reduir en 1,6 milions la seva previsió d'immigració neta per a aquell any en relació amb la publicada al gener. En conjunt, la immigració neta

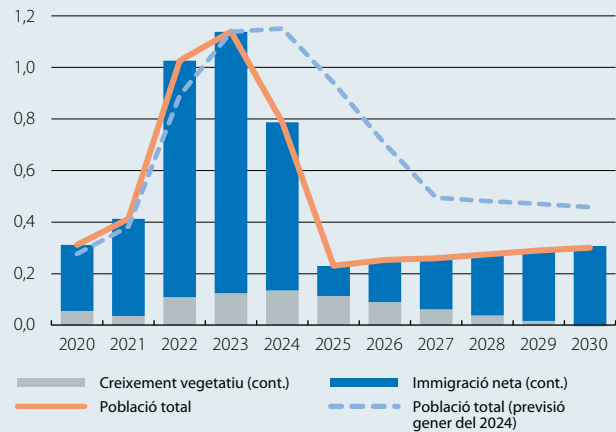
acumulada entre el 2025 i el 2030 seria aproximadament 3,5 milions inferior a la prevista abans de l'arribada de l'actual Administració.¹ Aquesta revisió és especialment rellevant perquè el país ja es troba en una fase en què la immigració és decisiva per sostenir el creixement demogràfic, una dependència que s'intensificarà a partir del 2030, quan, segons la pròpia CBO, les defuncions superaran els naixements i el saldo vegetatiu passarà a ser negatiu (vegeu el segon gràfic).

Les implicacions transcendeixen la dimensió demogràfica i tenen efectes directes sobre el mercat de treball. Els immigrants representen prop d'una cinquena part de la força laboral nord-americana (el 19,1% el 2025) i van exercir un paper fonamental en l'expansió de l'ocupació observada després de la pandèmia.² No obstant això, el creixement de la població activa nascuda a l'estranger s'ha moderat de manera significativa des del 2025, d'acord amb la desaceleració dels fluxos migratoris. Algunes estimacions atribueixen a la menor immigració entre el 40% i el 60% de la desaceleració de la creació d'ocupació no agrícola observada durant el 2025, tot i que l'afebliment més general de la demanda laboral també va exercir un paper rellevant.³ Tot i que, ara com ara, no s'observa una escassetat generalitzada de mà d'obra ni un impacte significatiu sobre els salaris agregats, els efectes ja són visibles en certes activitats i a certs territoris on el percentatge de mà d'obra estrangera és més elevat. El *Beige Book* de la Reserva Federal de l'octubre del 2025 ja identificava tensions d'oferta laboral en agricultura, en construcció, en hotelaria i en manufactures associades als canvis en la política migratòria, amb esments explícits a dificultats de contractació, a retards en certs projectes i a pressions salarials en determinats mercats regionals, aspectes que han estat recollits també en informes posteriors.⁴

Un canal addicional afecta la capacitat dels EUA per atreure talent internacional. Les restriccions migratòries no s'han limitat a llocs de treball poc qualificats: també afecta els estudiants, els investigadors i els treballadors amb estudis superiors. En l'àmbit universitari, les noves matriculacions internacionals van caure el 17% a la tardor del 2025, i els centres enquestats situen les dificultats per a l'obtenció de visats i les restriccions de viatge entre els principals factors explicatius.⁵ Aquesta reculada és especialment important perquè les universitats són una de les principals portes d'entrada al mercat laboral per al

Previsions de població (gener del 2026)

Variació anual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la CBO.

talent internacional i una font essencial de capital humà per a sectors intensius en coneixement.⁶ A això s'afegeixen noves restriccions i més exigències burocràtiques per a determinats visats acadèmics i professionals, que han incrementat la incertesa en activitats com la tecnologia, les finances, la recerca científica o la innovació avançada. Tot i que és aviat per concloure que s'està produint una reassignació de talent cap a altres destinacions, si aquesta tendència es consolida, podria limitar la disponibilitat del capital humà necessari per aprofitar plenament l'actual cicle inversor en IA i per traduir-lo en guanys de productivitat.⁷

Mesures contra la història...

L'experiència suggereix que les restriccions migratòries poques vegades eliminen les necessitats econòmiques que impulsen els moviments de població. Als EUA, tant la *Chinese Exclusion Act* del 1882 com la finalització del programa *Bracero* el 1964 van ser justificades, en part, per l'expectativa de millorar les oportunitats laborals de la població nativa.⁸ No obstant això, l'evidència posterior apunta a efectes limitats sobre els salaris i sobre l'ocupació, mentre que els principals ajustos es van produir a través de canvis tecnològics, reorganitzacions productives o una menor activitat econòmica als territoris més afectats.⁹ Malgrat que respon a un context institucional diferent,

1. Estimació a partir de Congressional Budget Office (2025), «The Demographic Outlook: 2025 to 2055», i de Congressional Budget Office (2026), «The Demographic Outlook: 2026 to 2056».

2. Bureau of Labor Statistics (2026), «Labor Force Characteristics of Foreign-Born Workers: 2025».

3. Mongey, S. (2025), «Immigration Can't Explain Declining Employment Growth».

4. Federal Reserve System (2025), «Beige Book, October 2025».

5. Baer, J. i Ekin, S. (2025), «Fall 2025 Snapshot on International Student Enrollment».

6. Segons les dades de la National Science Foundation, prop de tres quartes parts dels titulats internacionals que van obtenir un doctorat en ciència i en enginyeria als EUA entre el 2017 i el 2019 amb un visat temporal encara residien al país el 2023.

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

8. La *Chinese Exclusion Act* va suspendre des del 1882 l'entrada de treballadors xinesos als EUA, mentre que el programa *Bracero* va canalitzar, entre el 1942 i el 1964, la contractació temporal de treballadors mexicans, principalment per a l'agricultura.

9. Clemens, M., Lewis, E. i Postel, H. (2018), «Immigration Restrictions as Active Labor Market Policy: Evidence from the Mexican Bracero Exclusion», i Long, J., Medici, C., Qian, N. i Tabellini, M. (2024), «The Impact of the Chinese Exclusion Act on the Economic Development of the Western US».

l'experiència britànica després del *brexít* apunta en una direcció semblant. El final de la lliure circulació de treballadors europeus al gener del 2021 va provocar una reducció significativa de la immigració procedent de la UE i tensions d'oferta laboral en determinats sectors, en especial en aquells més dependents de treballadors comunitaris.¹⁰ No obstant això, una part d'aquesta caiguda va ser compensada amb posterioritat per una major arribada d'immigrants de fora de la UE, sense que l'evidència disponible apunti a millores generalitzades de l'ocupació o dels salaris de la població nativa atribuïbles a l'enduriment migratori.

La principal lliçó és que una política migratòria eficaç requereix alguna cosa més que restriccions d'entrada. També necessita mecanismes creïbles de compliment de la legislació, de seguretat jurídica per als treballadors i per a les empreses, i cooperació amb els països veïns per gestionar fluxos que responen a forces econòmiques i demogràfiques a llarg termini. A més a més, la pèrdua de com-

petitivitat relativa d'alguns sectors industrials nord-americans en relació amb la Xina difícilment es pot explicar per la immigració. Sembla que la capacitat innovadora, les infraestructures, la qualitat institucional, la disponibilitat de capital humà adequat i la fortalesa dels ecosistemes tecnològics i productius són factors molt més determinants per explicar la posició competitiva d'una economia. En aquest sentit, la política migratòria pot complementar una estratègia de competitivitat, però difícilment pot substituir-la.

En un context d'envelliment poblacional,¹¹ la qüestió no és tant si els EUA continuaran sent una nació d'immigrants, sinó si mantindrà la capacitat d'atreure i de retenir el talent i la mà d'obra que han contribuït històricament al dinamisme i a la competitivitat de la seva economia i, de retruc, a la seva condició de terra d'oportunitats.¹² Aquesta circumstància bé podria ser aprofitada per la UE per impulsar la seva ambiciosa (i necessària) agenda de competitivitat¹³ i per posar potser els fonaments d'un *European Dream*.

David Martínez Turégano

10. Portes, J. i Springford, J. (2023), «Early Impacts of the Post-Brexit Immigration System on the UK Labour Market, Centre for European Reform».

11. Vegeu el Dossier «Desafiaments i polítiques en l'era de la longevitat», a l'IM09/2025.

12. National Academies of Sciences, Engineering, and Medicine (2017), «The Economic and Fiscal Consequences of Immigration».

13. Vegeu el Focus «Quant ha avançat la UE amb la Brúixola de la Competitivitat?», a l'IM04/2026.

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	07/26	08/26	09/26
Activitat									
PIB real	3,0	2,3	2,6	2,0	2,6	2,2	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,4	4,5	4,6	3,9	4,6	5,6	4,7	5,6	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	96,1	97,4	94,2	90,7	92,2	90,2	88,6	81,9
Producció industrial	–0,7	1,1	1,7	1,6	0,8	1,5	1,1	1,4	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,7	48,2	52,6	53,3	55,6	54,6	54,5
Habitatges iniciats (milers, mitjana mensual)	1.370	1.356	1.347	1.323	1.418	1.345	1.309	1.275	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (índex)	330	339	338	341	343	344	346	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,3	4,5	4,3	4,3	4,1	4,1	4,2
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,1	59,8	59,6	59,7	59,3	59,1	58,9	59,1	59,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,7	–3,3	–3,4	–3,1	–2,5	–2,3	–2,3	...	...
Preus									
Inflació general	3,0	2,7	2,9	2,7	2,7	3,9	3,4	3,4	...
Inflació nucli	3,4	2,9	3,1	2,6	2,5	2,7	2,5	2,4	...

JAPÓ

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Activitat									
PIB real	0,1	1,2	0,6	0,4	0,6	0,9	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	37,2	34,7	34,8	36,7	36,9	33,2	34,9	35,5	35,4
Producció industrial	–3,0	0,1	–1,1	–1,3	1,2	1,9	3,9	3,4	...
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	2,4	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,3	–0,4	...
Preus									
Inflació general	2,7	3,2	3,0	2,5	1,4	1,5	1,9	1,9	...
Inflació subjacent	2,5	3,0	3,2	3,0	2,5	1,8	1,9	2,0	...

XINA

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
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	0,6	0,4	...
Producció industrial	5,6	5,9	5,8	5,0	6,0	4,6	4,5	5,2	...
PMI manufactures (oficial)	49,8	49,6	49,5	49,4	49,6	50,2	49,2	49,8	50,1
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.186	1.174	1.186	1.173	1.175	1.190	1.207	...
Exportacions	4,6	5,5	6,5	3,8	14,5	20,0	23,6	24,7	...
Importacions	1,0	0,3	4,7	3,7	23,6	29,4	27,5	28,2	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,1	–0,2	0,6	0,8	1,1	0,5	0,8	...
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	6,7	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	07/26	08/26	09/26
Vendes al detall (variació interanual)	1,3	2,4	2,0	2,4	2,0	1,4	0,4	0,8	...
Producció industrial (variació interanual)	-2,9	1,7	1,4	1,9	-1,8	-0,1	0,0	...	...
Confiança del consumidor	-12,6	-13,4	-13,7	-12,9	-13,7	-19,0	-15,9	-15,5	-16,5
Sentiment econòmic	95,9	95,9	95,8	97,0	98,1	94,5	97,1	98,4	97,9
PMI manufactures	45,9	49,1	50,1	49,5	50,6	51,7	51,9	52,7	52,9
PMI serveis	51,5	51,3	50,9	53,0	51,2	48,2	51,7	51,6	53,0
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	8,2	...
Itàlia (% pobl. activa)	6,6	6,0	5,9	5,7	5,6	5,7	6,0	6,2	...
PIB real (variació interanual)	1,1	1,3	1,2	1,1	0,6	1,2	-	-	-
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)	0,9	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	07/26	08/26	09/26
General	2,4	2,1	2,1	2,1	2,0	3,0	2,9	3,2	3,8
Nucli	2,8	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,5	2,4	2,5

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	07/26	08/26	09/26
Saldo corrent	3,0	2,1	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	...	...
Alemanya	5,8	4,4	4,6	4,4	4,3	4,4	4,5	...	...
França	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,4	...	...
Itàlia	1,1	1,1	1,1	1,1	1,4	1,3	1,3	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,5	96,4	98,2	97,8	97,6	97,1	96,5	97,2	97,0

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	07/26	08/26	09/26
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	0,8	2,7	2,9	3,0	3,0	3,8	4,4	4,2	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	0,5	2,2	2,5	2,9	3,0	3,0	3,1	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	3,4	...
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	3,9	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	-3,9	5,0	5,6	5,4	5,2	3,9	3,3	2,9	...
Altres dipòsits a curt termini	12,4	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	1,7	3,7	4,1	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	4,4	0,9	0,8	2,7	4,2	7,1	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	3,0	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	2,1	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 manté el pols, però la inflació guanya protagonisme

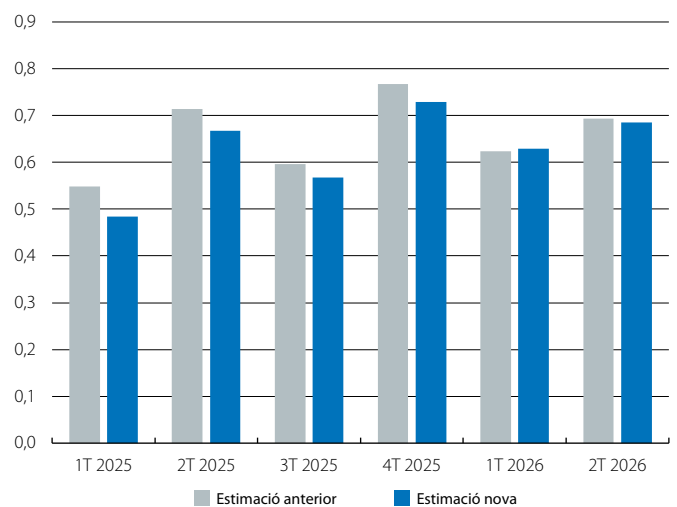
L'economia espanyola arriba al tram final del 2026 amb un creixement sòlid i amb una demanda interna que ha guanyat protagonisme, tot i que el repunt de la inflació i la major incertesa sobre el conflicte del golf Pèrsic aconsellen mantenir la cautela. En la seva revisió habitual, l'INE va confirmar el bon to de l'economia en el 2T i va reforçar la lectura d'un creixement basat, principalment, en els seus motors domèstics. A les portes del tancament del 3T, els indicadors apunten al fet que l'activitat manté un bon ritme d'avanç, impulsada pel dinamisme del mercat laboral i dels serveis. No obstant això, l'encariment de l'energia ha apropat la inflació al 5% i podria moderar la capacitat de consum de les llars en els propers mesos.

El creixement del 2T es basa més clarament en la demanda interna. La revisió de l'INE confirma aquesta lectura: l'economia va mantenir un creixement sòlid en el 2T, amb un avanç del PIB del 0,7% intertrimestral. També reforça el protagonisme de la demanda interna, que va aportar 1,1 p. p. al creixement, gràcies al dinamisme del consum privat i de la inversió: el consum privat va avançar l'1,2% intertrimestral i la inversió va créixer l'1,4%. En canvi, la demanda externa va restar 0,5 p. p. al creixement, a causa del fort augment de les importacions, com caldria esperar en un context de fortaleza de la despesa interna. Aquesta composició reflecteix una economia menys dependent de l'impuls exterior, però també més exposada a una eventual pèrdua de poder adquisitiu de les llars. Ara com ara, el matalàs d'estalvi i la creació d'ocupació continuen sostenint el consum, tot i que l'acceleració dels preus podria començar a pressionar la renda real de les llars.

Els indicadors del 3T mostren un avanç desigual entre sectors. La informació més recent apunta al fet que l'activitat va mantenir un bon ritme d'avanç en el 3T, tot i que amb senyals mixtos. El PMI de serveis va assolir els 58,3 punts al setembre i es va situar en una mitjana de 58,1 punts en el 3T, molt per damunt del llindar d'expansió marcat pels 50 punts. La indústria manufacturera també va millorar al final del trimestre, amb un PMI de 51,0 punts, tot i que la mitjana trimestral, de 50,2 punts, reflecteix un ritme d'avanç més moderat. Pel costat de la demanda, les vendes al detall van recular el 0,4% interanual per segon mes consecutiu a l'agost, la qual cosa se suma a l'afebliment observat en aquest indicador des de l'inici del conflicte. En conjunt, la fortaleza dels serveis compensa la major feblesa del consum al detall i de la indústria, tot i que la inflació, en erosionar el poder adquisitiu de les llars, podria afeblir encara més el consum.

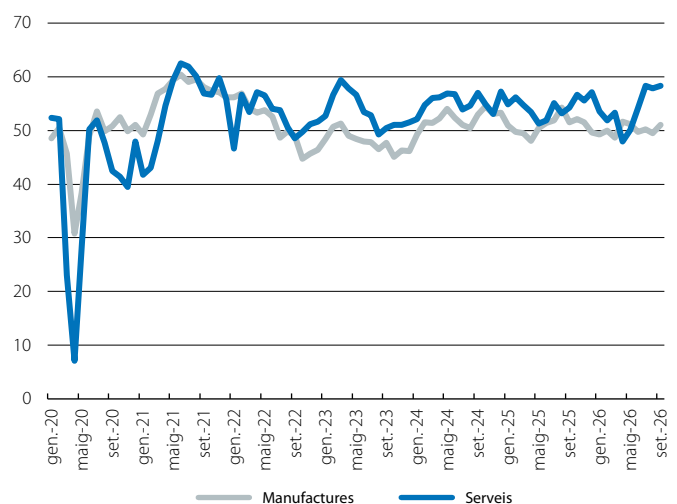
L'energia continua pressionant la inflació a l'alça. Un dels principals factors de risc en l'escenari actual és el repunt de la inflació. La inflació general va augmentar 6 dècimes al setembre, fins al 4,9%, i la subjacent va pujar 2 dècimes, fins al 3,1%. El repunt es va tornar a concentrar en l'energia, la inflació de la qual va assolir el 21,6%, en un context d'encariment del petroli i del gas i de canvis en els ajuts als combustibles. No obstant això, les pressions inflacionistes també es van intensificar en alguns dels components subjacents, com els béns industrials, mentre que la inflació

Espanya: PIB
Variació intertrimestral (%)



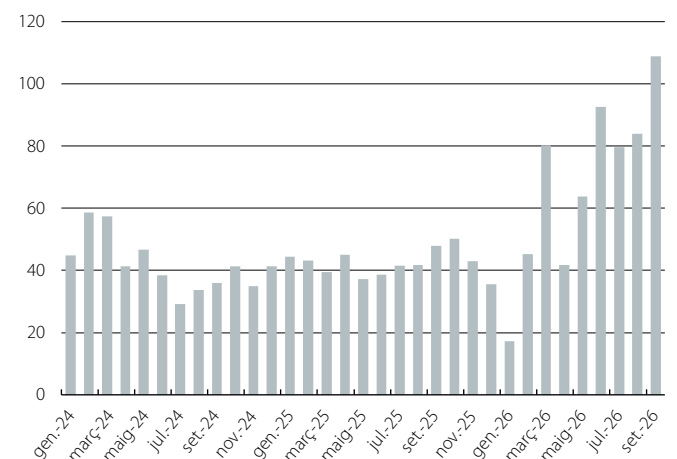
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: PMI
Índex (>50 expansió; <50 contracció)



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social
Variació intermensual (milers)



Nota: Sèrie desestacionalitzada.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions.

dels serveis es va mantenir en registres encara pròxims al 4%. Malgrat que la dada supera el rang previst per CaixaBank Research i introdueix riscos a l'alça sobre la nostra previsió d'inflació, les mesures aprovades pel Govern, entre les quals destaquen el reforç dels descomptes sobre els carburants fins als 20 cèntims per litre i la reducció de l'IVA aplicat a l'electricitat del 21% al 10%, podrien situar la inflació lleugerament per sota del 4% en els propers mesos, la qual cosa permetrà esmoreir una part del xoc.

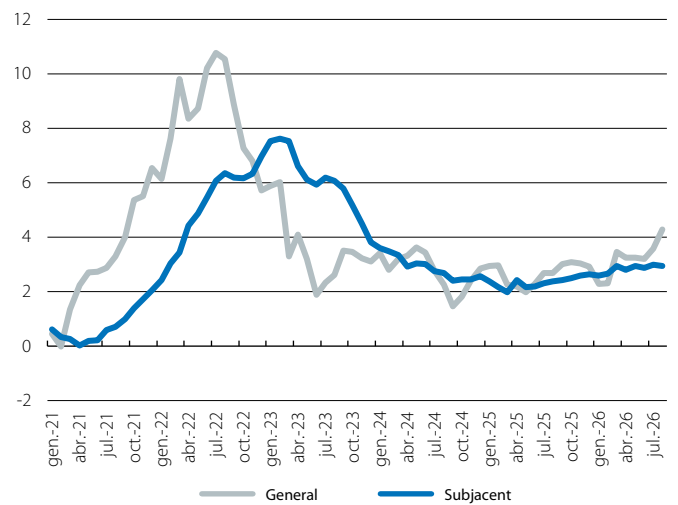
L'ocupació manté un ritme elevat, condicionat per la regularització. El mercat laboral va tancar el 3T amb un avanç notable. L'afiliació mitjana va augmentar en 92.327 persones al setembre, el 0,4% en relació amb l'agost, per damunt de l'avanç habitual en aquest mes. La dada va continuar condicionada per la regularització extraordinària, que, des de l'abril, ha facilitat l'alta de 420.000 persones a la Seguretat Social, 83.000 d'elles al setembre. En termes desestacionalitzats, l'afiliació va augmentar en 108.832 persones, el 0,5% intermensual, 1 dècima per damunt de la mitjana dels tres mesos anteriors. No obstant això, atès l'impacte de la regularització sobre la dada d'afiliació, aquesta acceleració no es pot atribuir a una millora de la dinàmica de fons. Les pròximes dades, quan disminueixi la contribució d'aquest procés, permetran valorar amb més precisió la fortalesa del mercat laboral.

L'estalvi de les llars continua oferint un matalàs rellevant. A diferència de l'episodi inflacionista anterior, les llars afronten l'actual des d'una posició financera relativament folgada. La taxa d'estalvi es va moderar suaument en el 2T, ja que la despesa en consum va créixer més que la renda bruta disponible. El bon comportament d'aquesta última, impulsat, principalment, per la fortalesa del mercat laboral, va evitar un descens més intens. En concret, la renda bruta disponible va augmentar el 5,5% interanual, en relació amb el 7,1% de la despesa en consum, i la taxa d'estalvi va recular fins a l'11,5% de la renda bruta disponible, en termes acumulats de quatre trimestres, en relació amb el 12,6% d'un any abans. Malgrat aquesta moderació, la taxa d'estalvi es manté clarament per damunt de la mitjana del 8,6% registrada entre el 2000 i el 2019. Les llars disposen, per tant, d'un cert marge per esmoreir l'impacte del repunt de la inflació sobre el consum, malgrat que aquest matalàs s'anirà reduint si la despesa continua creixent per damunt de la renda.

La demanda d'habitatge continua elevada i les pressions sobre els preus persisteixen. Les compravendes van caure el 5,1% interanual al juliol i van acumular unes 409.000 operacions entre el gener i el juliol, el 3,0% menys que en el mateix període de l'any anterior, però encara es mantenen en nivells relativament elevats, similars als del 2023 i el 2024. La correcció és generalitzada, amb reculades visibles a Madrid i a Barcelona. Ara com ara, sembla que aquesta evolució respon més a una correcció després del fort avanç del 2025 que a un afebliment significatiu de la demanda. El preu de l'habitatge també va moderar el seu ritme: el valor de taxació va augmentar el 12,5% interanual en el 2T, en relació amb el 13,9% del trimestre anterior, i va avançar l'1,7% intertrimestral. Malgrat que aquesta desacceleració introdueix un biaix a la baixa sobre la previsió de creixement dels preus, l'oferta continua sent insuficient per atendre una demanda que es manté en nivells elevats. En conseqüència, les pressions alcistes probablement continuaran sent significatives en els propers trimestres.

Espanya: IPC

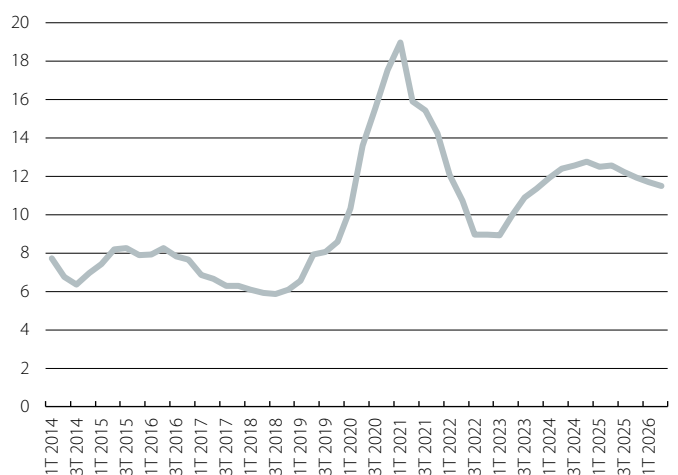
Variació interanual (%)



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

Espanya: taxa d'estalvi de les llars

(% sobre la renda bruta disponible)

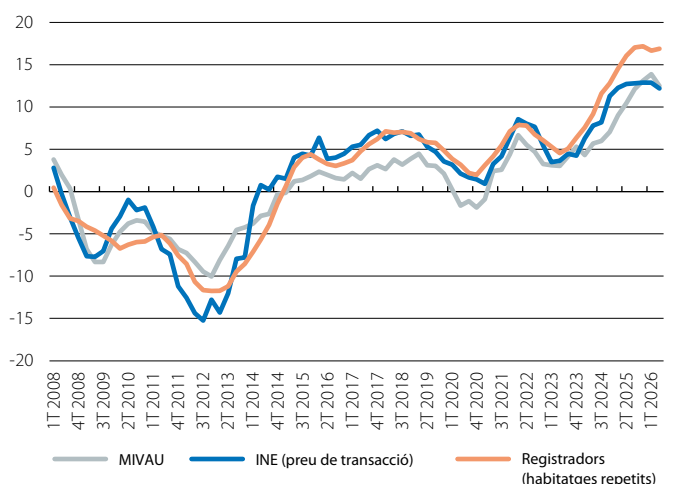


Nota: Acumulat de quatre trimestres.

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

Espanya: preu de l'habitatge

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, del Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana (MIVAU) i del Col·legi de Registradors.

Espanya: perspectives macroeconòmiques per al 2027

El conflicte geopolític al Pròxim Orient continua marcant el pols de la conjuntura macroeconòmica. Al juliol, es van reprendre les hostilitats entre els EUA i l'Iran i, de llavors ençà, han augmentat les tensions als mercats energètics. Malgrat aquest entorn advers, l'economia espanyola manté un ritme de creixement sòlid. En el 2T, el PIB va créixer el 0,7% intertrimestral, impulsat pel consum privat, per la inversió i per les exportacions de serveis. L'avanç va superar la nostra previsió, situada en el 0,5%. A més a més, els indicadors disponibles per al 3T suggereixen que aquesta bona dinàmica es manté: la confiança continua en nivells elevats, la temporada alta turística ha presentat uns resultats molt positius i l'ocupació continua creixent amb força, en part gràcies al procés de regularització.

Malgrat que Espanya afronta aquest nou episodi de tensió geopolítica internacional des d'una posició de fortalesa, l'encariment de l'energia, l'enduriment de les condicions financeres i el deteriorament de l'entorn internacional mantindran la inflació elevada i restaran dinamisme a l'activitat. Per aquest motiu, la incorporació de les últimes dades ens empeny a revisar a l'alça, en 0,2 p. p., la previsió de creixement del PIB per al 2026, fins al 2,6%. En canvi, mantenim sense canvis la previsió per al 2027, en el 2,0%, per incorporar aquests vents de cara més intensos.

Els supòsits del nou escenari

El nostre escenari central contempla que les tensions geopolítiques disminuiran de forma gradual en els propers mesos, però no comptem amb una resolució definitiva als diferents conflictes en marxa durant l'any vinent. De fet,

no es poden descartar episodis puntuals de tensió, tot i que aquest escenari central suposa que haurien de ser limitats en el temps.

El conflicte internacional afecta la nostra economia a través, principalment, del canal energètic, que es tradueix en un augment de la inflació i, a conseqüència de la resposta dels bancs centrals a aquesta situació, en un increment dels tipus d'interès.

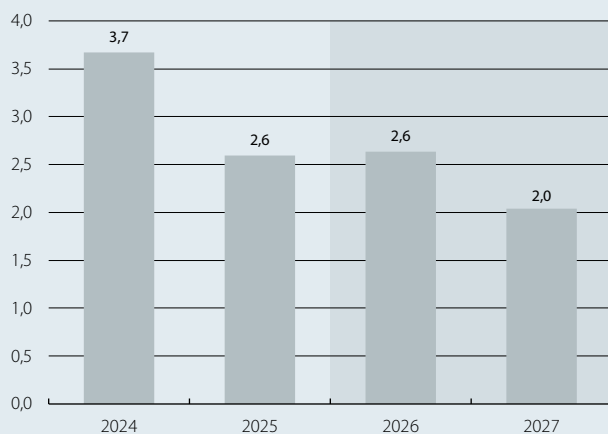
Preveiem que el preu del petroli se situarà, de mitjana, prop dels 87 dòlars per barril el 2026 i que es moderarà fins als 78,5 dòlars el 2027. La xifra prevista per al 2027 se situa al voltant del 20% per damunt del que el mercat descomp-tava al febrer, abans de l'inici del conflicte al Golf. Es tracta d'una evolució coherent amb un escenari de moderació de les tensions, però sense una resolució definitiva. De la mateixa manera, preveiem que el preu del gas natural se situarà, de mitjana, en els 53 euros/MWh el 2026 i baixarà fins als 45 euros/MWh el 2027, prop del 70% per damunt de la nostra previsió anterior al conflicte.¹

L'augment de la corba de preus de l'energia també ha incrementat les expectatives sobre els tipus d'interès. El BCE ha pujat ja el tipus *depo* en dues ocasions enguany, fins a situar-lo en el 2,5%, i el mercat espera tres o quatre augments addicionals. Aquest canvi també s'ha traslladat a l'euríbor, que recentment ha fluctuat entre el 3,3% i el 3,4%, 80-90 p. b. per damunt de la nostra previsió anterior a l'inici del conflicte.

En conjunt, ens trobem davant un escenari més advers, amb uns preus de l'energia i amb uns tipus d'interès més elevats durant més temps.

Espanya: PIB real

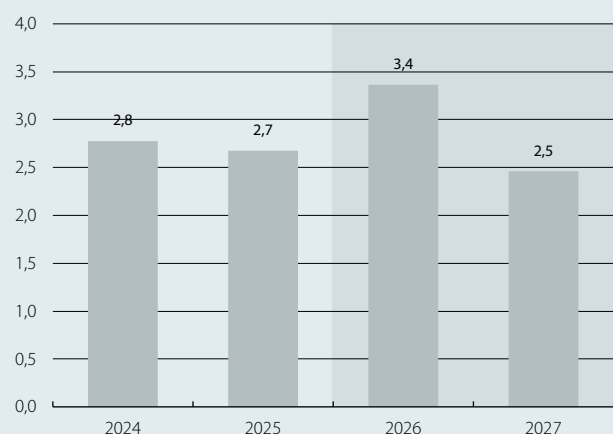
Variació anual (%)



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

Espanya: inflació

Variació anual (%)



1. Les previsions de preu del Brent i del gas natural es van realitzar utilitzant la mitjana del preu dels mercats de futurs de la segona meitat d'agost.

El creixement es modera, però es manté en cotes elevades

La inflació és la principal via de transmissió del conflicte a la nostra economia. A Espanya, gairebé va assolir el 5% al setembre, i preveiem que es mantindrà en cotes elevades durant la resta de l'any. Els xocs inflacionistes es transmeten en tres etapes. En primer lloc, es produeix l'impacte directe de l'augment del preu de l'energia. Entre sis i dotze mesos després, apareixen els efectes indirectes sobre altres components de la cistella, a mesura que els majors costos de producció es traslladen als preus d'altres béns i serveis. Finalment, amb un desfasament superior a un any, poden sorgir efectes de segona ronda, derivats d'unes demandes salarials més exigents.

Ara com ara, preveiem que els efectes indirectes i de segona ronda seran limitats. Malgrat tot, el xoc energètic actual és molt inferior al registrat el 2022, el BCE està reaccionant amb rapidesa i el punt de partida és molt diferent. Llavors, la sortida de la pandèmia va tensionar les cadenes logístiques globals i va generar pressions inflacionistes, a les quals, amb posterioritat, es va sumar el xoc energètic. En aquest context, preveiem que la inflació se situarà en el 3,4% en el conjunt del 2026 i es moderarà fins al 2,5% el 2027. De tota manera, el risc que aquest episodi energètic sigui més persistent del que es preveu és elevat.²

Afortunadament, l'economia espanyola compta amb diversos factors que esmorteixen l'impacte del xoc. La situació financera de les llars i de les empreses és favorable, amb ràtios de deute sobre el PIB en mínims històrics, la qual cosa atenua l'efecte de l'augment dels tipus d'interès.³ Així mateix, en el 2T, la taxa d'estalvi de les llars se situava en l'11,5% de la renda bruta disponible, clarament per damunt de la mitjana del 7,3% registrada entre el 2015 i el 2019. Aquest nivell d'estalvi proporciona a les llars un matalàs per absorbir l'augment de la inflació sense ajustar bruscament les seves decisions de consum. Finalment, les dades confirmen el bon comportament del sector turístic. Malgrat els dubtes puntuals sobre la disponibilitat de querosè per a l'aviació, un risc que no s'ha materialitzat aquest estiu, el sector s'ha beneficiat d'una redirecció dels fluxos turístics cap a Espanya, percebuda com una destinació segura en comparació amb la inestabilitat existent al Pròxim Orient. Això ha afavorit uns registres excel·lents tant en el 2T com durant la temporada alta.⁴

Més enllà dels vents de cara derivats del conflicte i d'aquests factors d'esmoreïment, l'economia continuarà creixent gràcies a la demanda interna, basada en el consum i en la inversió. Al mateix temps, les exportacions de serveis, tant turístics com no turístics, continuaran mostrant un bon comportament.

El creixement demogràfic, impulsat pels intensos fluxos d'immigració, continuarà afavorint el consum privat. Per la seva banda, la inversió es continuarà beneficiant de l'elevat nivell de confiança i de l'impuls dels fons europeus. Malgrat que la seva execució pressupostària està gairebé completada, la seva translació a l'economia real es produeix amb un cert desfasament, de manera que encara haurien de donar suport al creixement de la inversió durant aquest any i el vinent.

En canvi, el feble creixement dels nostres principals socis comercials, el gir proteccionista dels EUA i el conflicte al Pròxim Orient continuaran llastant les exportacions de béns, que previsiblement mantindran un to molt moderat.

En conjunt, hem revisat a l'alça en 0,2 p. p. la previsió de creixement del PIB per al 2026, fins al 2,6%, després d'incorporar la sorpresa positiva de la dada del 2T. En canvi, mantenim sense variació la previsió per al 2027, en el 2,0%. Malgrat que les últimes dades apunten a una inèrcia de creixement superior a l'esperada, aquest efecte queda neutralitzat per l'augment de les expectatives de tipus d'interès i d'inflació.

Els riscos sobre l'escenari, però, estan esbiaixats a la baixa. Les probabilitats que el conflicte al Pròxim Orient s'enquisti o escali són més elevades ara que uns pocs mesos enrere. Si es materialitzen aquests riscos, caldria esperar, entre altres efectes, una inflació més elevada, uns tipus d'interès més alts i un deteriorament de la confiança, la qual cosa seria un llast més gran per a l'activitat.

Oriol Carreras Baquer

2. Vegeu el Focus «[Perspectives i condicions financeres per a l'economia internacional: tardor del 2026](#)», en aquest mateix *Informe Mensual*.

3. El deute de les empreses no financeres es va situar en el 81,8% del PIB en el 1T 2026, cota que no es veia des de l'any 2002 i molt inferior a la mitjana de la zona de l'euro, del 103,3% del PIB. Per la seva banda, el deute de les llars es va situar en el mateix trimestre en el 42,5% del PIB, un mínim de la sèrie històrica i també inferior a la xifra homòloga per a la zona de l'euro, del 50,2%.

4. Per a una valoració de la temporada alta turística, vegeu el Focus «[La temporada alta torna a atreure el turista internacional](#)», en aquest mateix *Informe Mensual*.

La temporada alta torna a atreure el turista internacional a Espanya

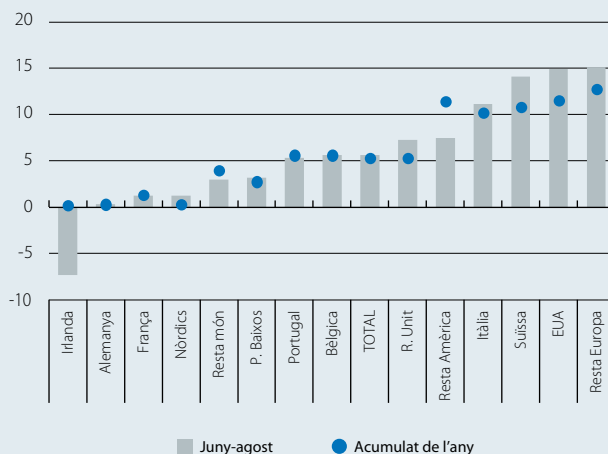
El sector turístic espanyol ha tornat a trepitjar l'acelerador. Després dels anys d'intensa recuperació post-pandèmia, el 2025 va començar a alleugerir el pas, però les dades de la temporada alta del 2026 confirmen un nou canvi de tendència. El sector turístic espanyol s'ha beneficiat del redireccionament dels fluxos turístics, que, després de l'esclat del conflicte al Pròxim Orient, han trobat a Espanya un lloc segur i igualment atractiu.¹

Aquesta temporada alta, Espanya ha rebut 1,8 milions de turistes internacionals més que l'any passat (el +5,7% interanual entre el juny i l'agost), la qual cosa ha situat el creixement acumulat des del gener en el 5,4%. El Regne Unit continua sent el principal mercat emissor de turistes i, el 2026, ha mostrat un avanç significatiu, en un context de recuperació després de diversos exercicis de creixement molt discret. També han mostrat un dinamisme notable els països de l'Europa de l'Est, els EUA, Suïssa i Itàlia, els fluxos dels quals han crescut amb força i han continuat guanyant pes dins la demanda internacional. Destaca també el mercat de la Resta d'Amèrica, que inclou l'Amèrica Llatina, el més dinàmic des de l'inici del 2026, tot i que ha moderat el ritme de creixement en els mesos estivals. En canvi, Alemanya i França, dos dels principals mercats per al sector espanyol, han registrat una evolució més feble del que s'esperava.

La despesa del turista estranger també ha mantingut un to dinàmic durant la temporada alta, amb un avanç del 8,3% interanual. Aquest creixement ha tingut el suport tant de l'augment de les arribades com de l'elevada inflació turística (prop del 4% en el mateix període). Per la seva banda, la despesa mitjana per turista ha augmentat el 2,4% entre el juny i l'agost, un ritme inferior al dels preus turístics i al registrat un any abans (el +3,8%). Per mercats emissors, les dades de l'INE de despesa mitjana per turista apunten a una evolució especialment positiva dels turistes alemanys, que ha compensat amb escreix la feblesa observada entre els turistes britànics. Per categories, el nostre indicador de la despesa total dels turistes internacionals² mostra un

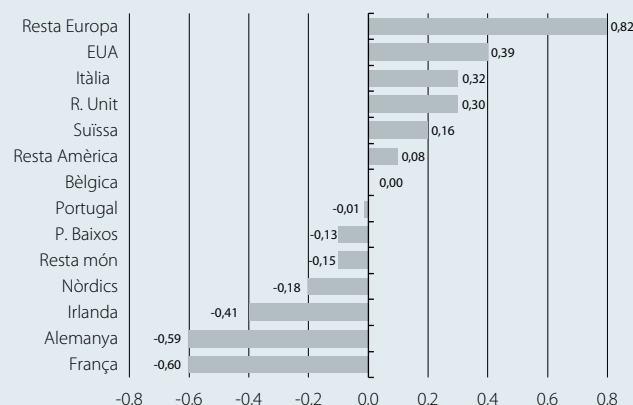
Espanya: arribada de turistes internacionals el 2026

Variació interanual (%)



Diferencial en el pes sobre el total

Juny-agost del 2026 vs. el mateix període del 2025 (p. p.)



Nota: Al gràfic de dalt, els països estan ordenats en funció de la dada de la temporada alta. Al gràfic de baix, estan ordenats en funció de la diferència de pes entre el 2026 i el 2025.

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

comportament especialment favorable en restauració, amb un creixement del 15,9%, mentre que la despesa en comerç i oci ha avançat a taxes pròximes a les de l'agregat, i l'allotjament ha registrat un creixement més moderat (vegeu el segon gràfic).

En aquest context de dinamisme renovat de la demanda internacional, el sector hotelier ha tornat a registrar una temporada alta positiva, amb una ocupació que ha assolit el 76,9% per habitació disponible, en relació amb el 76,5% d'un any abans. Aquesta millora ha anat acompanyada d'un sòlid avanç de la rendibilitat, del 6,0% interanual.

1. En aquest article, tots els indicadors analitzats fan referència a una temporada alta que va des del juny fins a l'agost.

2. L'indicador de despesa turística internacional a Espanya recull pagaments presencials i retirades d'efectiu realitzats pels turistes internacionals a Espanya. Es consideren com a despesa de turistes internacionals els pagaments efectuats a Espanya als TPV de CaixaBank amb les targetes emeses per entitats estrangeres.

L'evolució territorial confirma, a més a més, la tendència observada després de la pandèmia cap a una major fortalesa de les destinacions del nord peninsular, tradicionalment menys atractives per al turista. Cantàbria, Astúries i Galícia han tornat a millorar els nivells d'ocupació i de rendibilitat, tot i que Astúries encara presenta

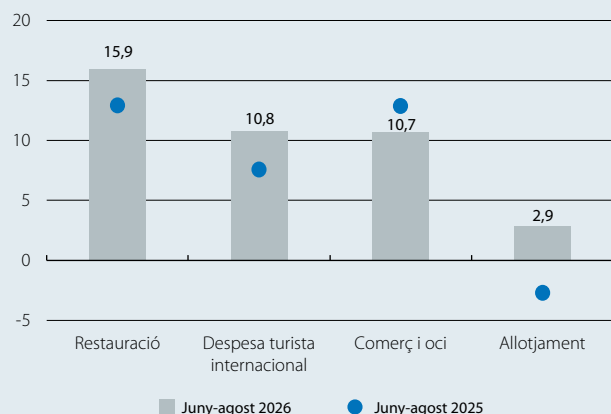
marge de millora en termes d'ingressos per habitació disponible. En canvi, Madrid i Canàries destaquen per una evolució menys favorable, amb descensos en l'ocupació en relació amb el 2025 i amb avanços de la rendibilitat inferiors a la mitjana.

Pedro Álvarez Ondina

Espanya: despesa dels turistes internacionals

Indicador de la despesa total dels turistes internacionals de CaixaBank Research

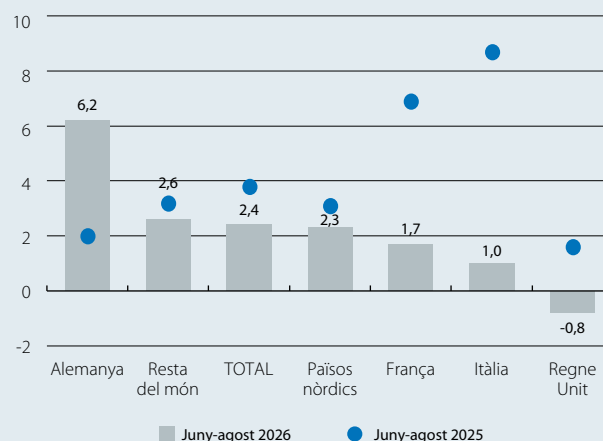
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Despesa mitjana en funció del mercat d'origen

Variació interanual (%)

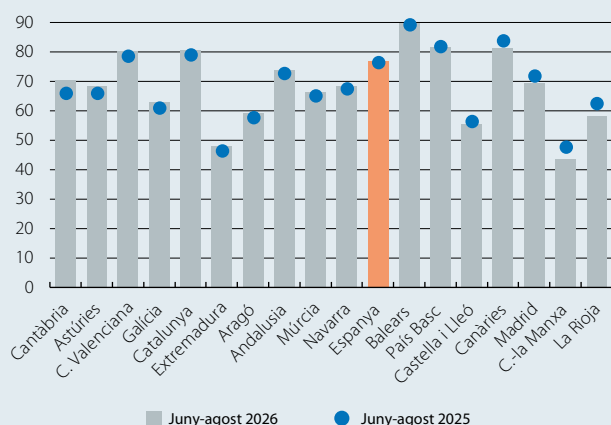


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: indicadors d'ocupació i de rendibilitat del sector hotel·ler

Grau d'ocupació per habitació per CA

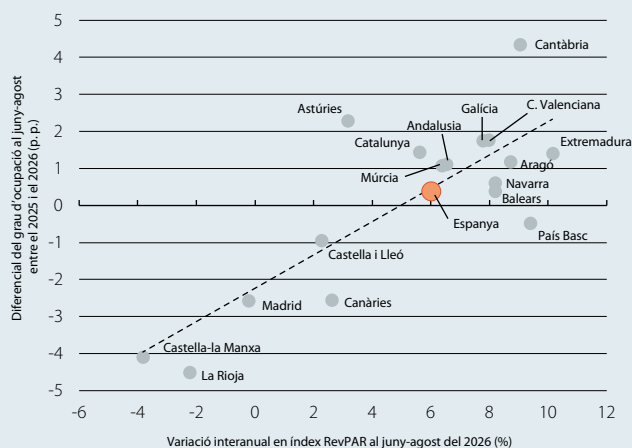
(% d'ocupació per habitació disponible)



Nota: Les CA estan ordenades (de major a menor) en funció del diferencial entre el 2026 i el 2025.

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

Grau d'ocupació i de rendibilitat



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	07/26	08/26	09/26
Indústria									
Índex de producció industrial	0,4	1,3	2,4	1,8	0,5	2,1	2,3	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,1	-3,9	-3,1	-4,0	-2,4	-3,6	-1,0
PMI de manufactures (valor)	52,2	50,9	52,6	51,1	49,3	50,9	50,2	49,5	51,0
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	16,7	8,8	7,9	8,8	6,2	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	9,7	11,1	18,5	11,1	5,2	0,6	-1,0	...	...
Preu de l'habitatge	8,4	12,7	12,8	12,9	12,9	12,2	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	10,1	3,2	4,3	3,2	2,7	3,2	3,5	4,3	...
PMI de serveis (valor)	55,3	54,5	54,2	56,4	52,9	50,7	58,3	57,8	58,3
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	1,7	4,3	4,5	4,2	3,3	0,8	-0,4	-0,4	...
Matriculacions d'automòbils	7,2	12,9	16,9	8,0	7,6	5,0	3,7	11,8	10,2
Indicador de sentiment econòmic (valor)	103,1	103,1	102,7	104,3	105,2	103,0	104,3	102,1	105,5
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	2,9	3,1	3,4
PIB	3,7	2,6	2,4	2,5	2,6	2,6	...	...	...

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	07/26	08/26	09/26
General	2,8	2,7	2,8	3,0	2,7	3,2	3,6	4,3	4,9
Subjacent	2,9	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	2,9	3,1

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	07/26	08/26	09/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,2	0,7	0,8	0,7	0,2	1,2	1,1	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,1	4,6	4,6	4,6	1,7	4,5	4,6	...	...
Saldo corrent	53,4	54,8	54,3	54,8	54,2	47,0	46,5	...	...
Béns i serveis	69,0	65,1	64,7	65,1	67,7	61,7	62,6	...	...
Rendes primàries i secundàries	-15,6	-10,3	-10,4	-10,3	-13,4	-14,7	-16,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	71,5	72,3	72,7	72,3	71,7	66,0	65,3	...	...

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	07/26	08/26	09/26
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	5,1	4,8	4,9	4,8	5,5	5,0	4,8	3,9	...
A la vista i preavis	2,0	6,7	7,2	6,7	7,1	5,0	4,2	3,0	...
A termini i cessions temporals (repo)	23,5	-4,7	-6,6	-4,7	-2,2	5,4	8,0	8,9	...
Dipòsits d'AP ⁵	23,1	4,9	7,2	4,9	5,0	8,5	4,6	4,7	...
TOTAL	6,3	4,8	5,1	4,8	5,5	5,3	4,8	4,0	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	3,5	2,8	3,5	3,8	2,0	3,3	3,2	...
Empreses no financeres	0,4	2,9	2,3	2,9	3,7	3,8	4,5	4,4	...
Llars - habitatges	0,3	3,5	2,9	3,5	3,7	3,7	3,8	3,7	...
Llars - altres finalitats	2,3	4,6	3,7	4,6	4,3	-6,8	-0,9	-0,8	...
Administracions públiques	-2,6	10,7	12,9	10,7	8,1	8,3	2,5	1,6	...
TOTAL	0,5	3,9	3,4	3,9	4,1	2,4	3,3	3,1	...
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.

Més creixement i més inflació a Portugal

La publicació de les sèries històriques del PIB va donar lloc a una revisió a l'alça del creixement en els dos primers trimestres del 2026 i va situar l'avanç semestral en el 2,5%, 1 dècima més que en l'estimació anterior. Així mateix, la revisió situa el creixement del 2024 en el 2,7% (una revisió a l'alça de 5 dècimes) i manté el creixement del 2025 en l'1,9%. La demanda interna es va mantenir com el principal motor del creixement en la primera meitat del 2026, amb revisions a l'alça del consum (el +3,6% interanual, +0,1 p. p.) i de la inversió (el +8,9% interanual, +0,3 p. p.). En conjunt, aquesta revisió, un 2T millor del que s'esperava i l'expectativa que l'activitat continuï creixent durant el segon semestre ens han empès a revisar la previsió de creixement per al 2026 al 2,3% (vs. l'1,8% anterior).

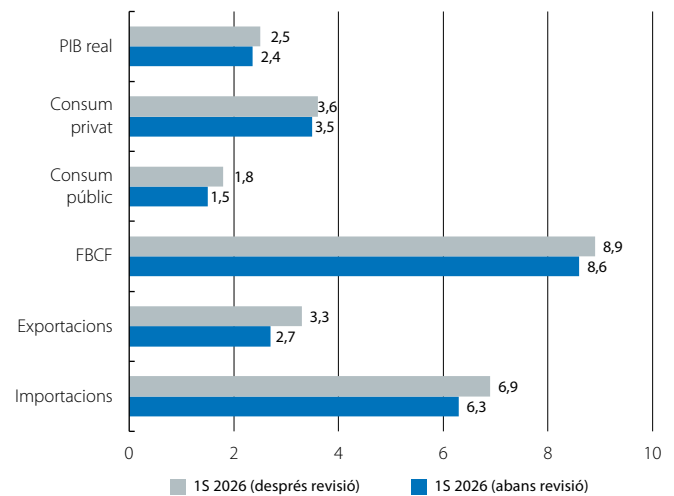
Els indicadors disponibles per al 3T mostren un bon dinamisme. L'indicador de sentiment econòmic ESI es va accelerar fins als 102,4 punts (vs. els 101,6 del 2T), amb un comportament desigual per components. La confiança a la indústria va millorar, mentre que la confiança dels consumidors, als serveis i a la construcció es van veure afectades per l'augment de la inflació i dels tipus d'interès. Per la seva banda, els indicadors de consum i del mercat laboral continuen mostrant una fortlesa notable. Així mateix, l'elevada taxa d'estalvi de les llars, juntament amb l'anunci de nous estímuls fiscals en el 4T, constitueix un important matalàs per a la renda disponible i contribuirà a sostenir el creixement en el tram final de l'any.

La inflació repunta al setembre, i els preus de l'habitatge creixen a un ritme més moderat. La taxa de variació interanual de l'IPC es va situar en el 3,6% al setembre (+0,3 p. p. en relació amb l'agost). La inflació subjacent va pujar fins al 2,7% (+ 0,1 p. p.) i manté una dinàmica encara més continguda. Per la seva banda, l'índex de preus de l'habitatge va avançar el 16,5% interanual en el 2T (vs. el 17,8% del 1T). Al llarg del trimestre, el nombre de transaccions es va mantenir ferm i clarament per damunt de la mitjana de la sèrie, tot i que va mostrar una desacceleració (el -6,4% interanual). Malgrat que la persistència d'una demanda elevada i les limitacions pel costat de l'oferta continuaran donant suport als preus, esperem que la trajectòria de moderació es mantingui en la segona meitat de l'any, en un context de pujada dels tipus d'interès.

L'economia registra una capacitat de finançament enfront de l'exterior del 2,3% del PIB al final del 2T. Les llars continuen sent les que més contribueixen a aquest excedent, amb una capacitat de finançament equivalent al 4,1% del PIB, mentre que les empreses no financeres continuen reduint les necessitats de finançament, reflex de la disminució del nivell d'endeutament. Les Administracions públiques registren una capacitat de finançament enfront de l'exterior (saldo públic en termes de comptabilitat nacional) del 0,5% del PIB (-0,1 p. p. vs. el mateix període de l'any anterior). Les dades d'execució pressupostària també mostren una reducció del superàvit en aquest període (del 0,9% al 0,5% del PIB). Pel costat de la despesa, destaquen, sobretot, el notable augment de la inversió pública, superior al 30%, i l'impacte fiscal de les tempestes del començament de l'any, estimat al voltant dels 550 milions d'euros.

Portugal: creixement del PIB real

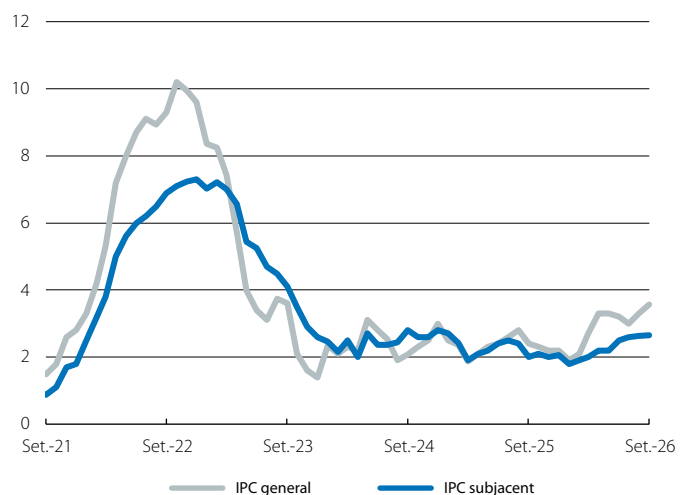
Variació interanual (%)



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

Portugal: IPC

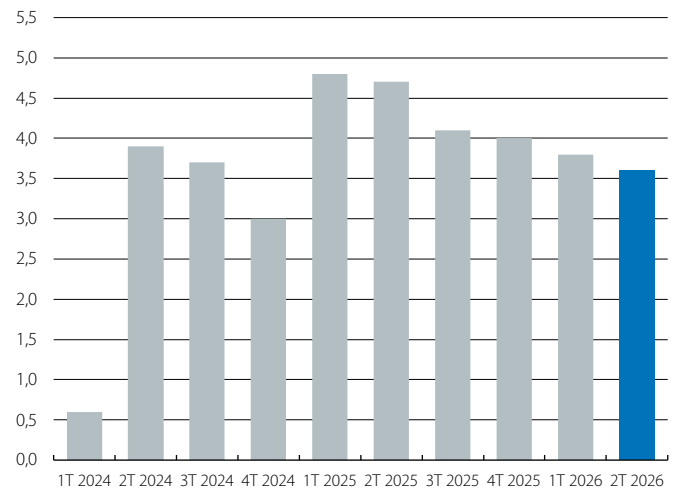
Variació interanual (%)



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

Portugal: índex de preus de l'habitatge

Variació intertrimestral (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE 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	07/26	08/26	09/26
Índex coincident d'activitat	2,0	2,0	2,0	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	0,7	3,3	0,6	0,4	-0,8	-0,9	-3,8	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,2	-4,0	-3,2	-2,9	-2,1	-3,6	-4,3	-4,4	...
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	8,8	18,9	5,7	14,8	-2,2	10,8	...	...	...
Compravenda d'habitatges	14,5	15,5	3,8	-4,7	-8,7	-6,4	-	-	...
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	8,5	17,4	18,2	18,4	17,5	16,7	15,2	14,7	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	6,3	1,7	2,5	1,7	2,1	1,5	1,0	9,3	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	5,5	10,1	11,6	7,7	6,0	8,2	8,4	8,4	...
Consum									
Vendes comerç al detall	3,3	5,3	5,8	5,3	4,4	3,5	2,6	2,4	...
Indicador coincident del consum privat	2,8	3,5	3,3	3,5	3,4	3,0	2,9	3,0	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-18,0	-16,2	-16,2	-15,2	-16,2	-25,6	-22,6	-20,5	...
Mercat de treball									
Població ocupada	1,2	3,2	3,7	3,7	2,3	2,9	1,6	0,9	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,4	6,0	5,8	5,8	6,1	5,3	5,7	5,7	...
PIB	2,7	1,9	2,1	1,9	2,4	2,6	-	-	-

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	07/26	08/26	09/26
General	2,4	2,3	2,6	2,2	2,2	3,3	3,0	3,3	3,6
Subjacent	2,5	2,2	2,3	2,1	1,9	2,3	2,6	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	07/26	08/26	09/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	0,1	1,6	0,1	-3,2	0,0	1,8	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	4,5	6,9	4,5	3,7	4,3	3,9	...	...
Saldo corrent	7,3	3,6	3,4	3,6	2,3	1,2	0,7	...	...
Béns i serveis	6,8	3,0	3,2	3,0	1,7	0,5	0,2	...	...
Rendes primàries i secundàries	0,5	0,6	0,2	0,6	0,6	0,7	0,5	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	10,5	8,3	7,6	8,3	7,7	7,3	6,8	...	...

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	07/26	08/26	09/26
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	5,4	6,3	5,4	6,4	6,9	6,3	5,8	...
A la vista i estalvi	-0,3	8,1	8,6	8,1	7,9	7,3	7,1	5,6	...
A termini i preavis	15,3	3,1	4,3	3,1	5,1	6,5	5,6	5,9	...
Dipòsits d'AP	26,7	28,7	-0,5	28,7	20,4	9,2	19,9	24,9	...
TOTAL	7,9	6,0	6,1	6,0	6,9	7,0	6,8	6,4	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,9	6,6	5,8	6,6	7,7	8,2	8,4	8,7	...
Empreses no financeres	-1,0	2,6	2,2	2,6	4,3	4,8	5,2	5,2	...
Llars - habitatges	3,0	9,3	8,0	9,3	9,8	10,6	10,8	11,2	...
Llars - altres finalitats	5,4	7,0	6,9	7,0	8,4	8,2	8,2	8,7	...
Administracions públiques	0,6	6,4	4,8	6,4	3,2	3,2	5,8	6,9	...
TOTAL	1,9	6,6	5,7	6,6	7,5	8,0	8,4	8,7	...
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.

Coneix les nostres publicacions:



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.



Informe Sectorial Agroalimentari 2026

Encara que el sector agroalimentari espanyol afronta el 2026 en millors condicions que en anys anteriors, haurà d'adaptar-se a un entorn cada vegada més exigent, marcat pel canvi climàtic, la volatilitat geopolítica i la competència internacional. La innovació, la digitalització, la millora d'escala i l'adaptació de sectors com el vitivinícola seran claus per reforçar-ne la resiliència i la capacitat de generar valor afegit.



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.

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:

Economia en temps real

Segueix l'evolució de l'economia espanyola
a través dels nostres indicadors en temps real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

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

