

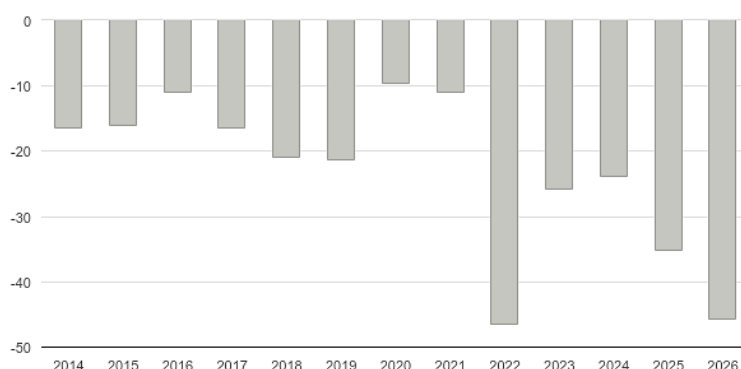
Economia espanyola

L'ocupació a Espanya continua creixent amb força de la mà de la regularització, mentre que l'activitat en el sector serveis manté un to modest. En la segona quinzena de setembre i la primera d'octubre, els afiliats, en termes desestacionalitzats, van augmentar en 130.000 persones, la qual cosa suposa una acceleració respecte als 108.000 del setembre. La fortalesa d'aquest registre reflecteix els efectes de la regularització, l'impacte de la qual es nota en les dades d'afiliació des del juny. Per part seva, a l'agost, l'índex de producció del sector serveis va moderar el seu ritme de creixement interanual en 0,2 p. p., fins al 0,5%, un registre modest si el comparem amb la mitjana de l'1,8% del 2T.

El dèficit comercial espanyol s'amplia a l'agost per l'embranchida de les importacions. Tot i que les vendes de mercaderies a l'exterior van registrar una forta pujada del 13,3% interanual, la més elevada des de l'abril del 2024, les importacions van créixer amb més intensitat (16,7%), amb la qual cosa el dèficit comercial es va elevar fins a 7.813 milions d'euros, enfront dels 5.983 milions del mateix mes del 2025. D'aquesta manera, el dèficit acumulat en el que portem d'any puja a 45.818 milions, un 30,5% superior al del mateix període de l'any anterior, com a resultat del major dinamisme de les importacions (6,5% interanual vs. 3,2% les exportacions). A aquesta deterioració de la balança comercial contribueixen tant el saldo energètic (-22.366 milions vs. -21.428 milions al gener-agost del 2025) com, sobretot, el dels béns no energètics (-23.452 milions vs. -13.677 milions), llastat principalment per les balances d'automòbil i dels béns d'equipament.

Espanya: saldo comercial al gener-agost

Milers de milions d'euros



Nota: Dades nominals, sèrie sense desestacionalitzar.

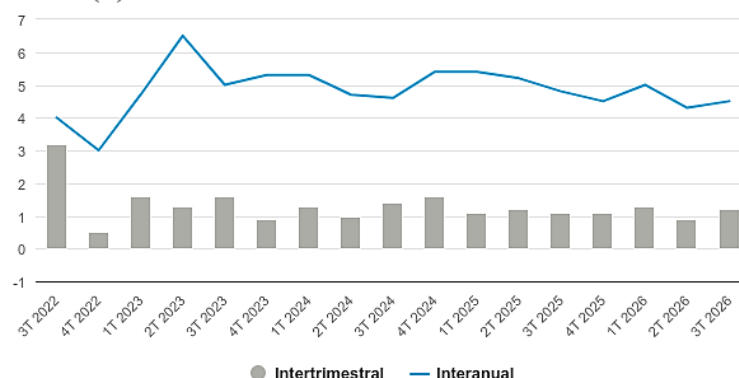
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes.

Economia internacional

L'economia xinesa es reactiva al tancament del 3T 2026, amb una marcada divergència entre la demanda interna i el sector industrial i exterior. Segons les dades preliminars, el PIB va créixer un 1,2% intertrimestral en el 3T, després del 0,9% anterior, la qual cosa va impulsar l'avanç interanual 0,2 p. p., fins al 4,5%. La reactivació dels principals indicadors al setembre va afavorir aquest resultat. Així, les vendes al detall van créixer un 1,1% interanual, després d'haver augmentat només un 0,5% de mitjana en els dos mesos anteriors.. No obstant això, de nou el sector exterior i les activitats vinculades amb la tecnologia van ser els principals motors del creixement: en termes interanuals, la producció industrial va créixer el 5,5% (5,2% a l'agost), amb unes exportacions que van avançar el 36% (25% a l'agost). Mentrestant, la inversió va continuar mostrant una marcada feblesa, si bé al setembre va moderar el ritme de caiguda. De cara als pròxims mesos, la implementació de l'estímul fiscal anunciat podria afavorir una certa acceleració de l'activitat i veiem factible que es compleixi la nostra previsió de creixement del 4,5% el 2026 (vegeu la [Nota Breve](#)).

Xina: PIB

Variació (%)

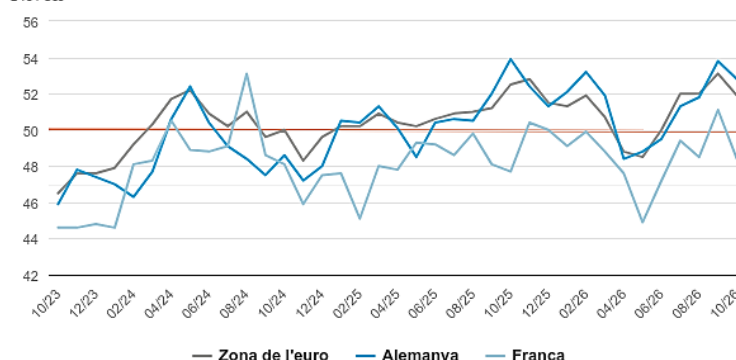


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nac. Estad. xinesa.

L'economia de la zona de l'euro dona senyals d'alentiment a l'inici del 4T. La confiança dels consumidors va tornar a deteriorar-se a l'octubre, fins a $-17,9$ (vs. $-16,8$ al setembre i enfront d'un $-9,2$ de mitjana històrica pre pandèmia), afectada per l'encariment de l'energia, la incertesa política i el temor a una deterioració del mercat laboral. Al mateix temps, l'índex de clima empresarial PMI d'octubre confirma una clara divergència entre les principals economies. D'una banda, Alemanya manté un to relativament sòlid, malgrat la moderació del seu PMI compost, que va baixar 1 punt, fins als 52,8 punts (50 és el llindar compatible amb creixements positius), malgrat el bon comportament de la indústria (el PMI manufacturer puja 0,3 punts, fins als 54,2 punts). D'altra banda, França va tornar a terreny contractiu (el PMI compost va retrocedir 2,7 punts, fins a 48,4), llastat tant pels serveis com per la indústria. En balanç, el PMI compost per al conjunt de la zona de l'euro va caure 1,2 punts, fins als 51,9, la qual cosa apunta al fet que la regió continua creixent, tot i que perd impuls davant un entorn més desafiador en la recta final de l'any.

Zona de l'euro: PMI compost

Nivell



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

Als EUA, l'activitat industrial va mantenir un to favorable. La producció industrial va augmentar al setembre un 0,7% mensual, amb un avanç del 0,3% en les manufactures. Per components, va destacar el creixement de l'1,0% dels subministraments per a la construcció, la qual cosa sorprèn, atesos els senyals de refredament del sector residencial. De fet, els senyals de feblesa del mercat immobiliari s'intensifiquen en l'actual context de tensionament dels tipus hipotecaris: en termes ajustats d'estacionalitat, al setembre els habitatges iniciats van retrocedir un 5,2% mensual i un 7,4% interanual. Per part seva, la utilització de la capacitat productiva a la indústria va pujar 5 dècimes al setembre, fins al 76,9%, tot i que es manté encara per sota de la seva mitjana històrica.

Mercats financers

Els riscos fiscals, geopolítics i vinculats a la IA incrementen l'avversió al risc als mercats. La incertesa fiscal a França, els dubtes sobre la sostenibilitat de les fortes inversions lligades a la IA i la deterioració del risc geopolític a l'Àrabia Saudita van marcar una setmana de menor apetència pel risc i cerca de refugi. En renda fixa, la incertesa política a França va provocar que la prima de risc a 10 anys s'ampliés en 36 p. b. durant la setmana, fins als 174 p. b., referències en què no se situava des de la crisi de l'euro del 2011. El moviment es va contagiar a Itàlia (+18 p. b.) i, amb menor intensitat, a Espanya i Portugal (+11 p. b. en tots dos casos), situant-se la prima espanyola en 73,5 p. b., mentre que el deute alemany i d'altres emissors del nucli es beneficiava dels fluxos de refugi: la rendibilitat del *bund* a 10 anys va caure 9 p. b. La cerca d'actius segurs també va reduir les rendibilitats del deute nord-americà, especialment en els trams llargs, en aquest cas pels dubtes sobre el desenvolupament de la IA i la sostenibilitat de les elevades inversions previstes. El descens de les rendibilitats va reflectir també unes menors expectatives de tipus d'intervenció. Els mercats van tancar la setmana descomptant dues pujades addicionals tant del BCE com de la Fed, mentre que la probabilitat d'una tercera pujada es va reduir considerablement, malgrat l'encariment de l'energia associat a la deterioració geopolítica al voltant de l'estret d'Ormuz i, en particular, a l'Àrabia Saudita. En borsa, els dubtes sobre la IA van penalitzar les companyies més exposades, especialment després que Meta anunciés encara més inversions. Amb tot, algunes sessions de rebot van limitar les pèrdues setmanals del Nasdaq 100 al 0,8%, mentre que els menors tipus d'interès van donar suport a sectors cíclics i lligats al consum i van permetre que l'S&P 500 tanqués pràcticament pla. A la zona de l'euro, els sectors bancari i de materials bàsics van ser els més penalitzats, fet que va llastar especialment els índexs italià i espanyol en termes comparatius amb el francès i l'alemany. Finalment, l'euro s'ha vist castigat per la deterioració de la percepció de risc a França i els creixents dubtes sobre l'estabilitat fiscal i política del país.

El BCE esperarà al desembre per tornar a pujar tipus. La combinació d'un xoc energètic més persistent i incert amb unes dades d'inflació subjacent relativament benignes i una activitat econòmica resilient continua afavorint un enduriment monetari controlat per part del BCE. D'aquí ve que, després de la pujada de tipus al setembre, tot apunti a tipus estables a l'octubre (*depo* en el 2,50%) i un nou increment al desembre (+25 p. b., amb un *depo* al 2,75%, amb una probabilitat del 75% cotitzada en els mercats en tancar aquest informe). Més enllà dels tipus, França també centrarà l'atenció. La seva prima de risc ha superat els 170 p. b. (valors no vistos des de la crisi de deute sobirà), però el contagi a altres països ha estat limitat fins al moment. El BCE té instruments per evitar el contagi i l'enduriment injustificat de les condicions financeres. En particular, el TPI (*Transmission Protection Instrument*) permet la compra de deute públic d'un país (en mercats secundaris) si pateix una deterioració de les condicions financeres no justificada pels seus fonaments i que compromet la transmissió de la política monetària. El BCE pot activar el TPI amb discrecionalitat, però ha de validar diferents criteris (entre els quals destaca la sostenibilitat fiscal). En les últimes setmanes, el propi governador del Banc de França ha recalcat que no es donen les condicions per a una intervenció, i tant ell com Lagarde van apuntar a la responsabilitat del país per corregir els seus desequilibris fiscals (vegeu la [Nota Breve](#)).

La Fed farà una pausa a l'octubre, tot i que això no suposarà el final del cicle alcista. La Fed mantindrà els tipus d'interès en el 3,75%-4,00% a l'octubre, després de la pujada de 25 p. b. al setembre. La pausa no respondrà al fet que el problema inflacionista estigui resolt: la inflació continua elevada i els indicadors de formació de preus i les expectatives dels agents no anticipen una ràpida desinflació. No obstant això, ha disminuït la urgència per continuar pujant tipus. D'una banda, el mercat laboral perd impuls i el consum, tot i que roman resilient, mostra senyals de moderació i una creixent divergència entre llars de distinta renda. Per una altra, les condicions financeres s'han endurit des de finals d'agost, després del gir *hawkish* de Warsh a Jackson Hole i la pujada del setembre: la major volatilitat dels tipus i unes condicions de crèdit una mica més restrictives estarien ja tenint cert impacte en l'activitat. En definitiva, una economia que manté un creixement resilient, però que opera en unes condicions monetàries més restrictives, permet al FOMC guanyar temps sense baixar la guàrdia davant els riscos inflacionistes. Així ho reflecteixen les últimes declaracions dels seus membres, que han moderat el to i apunten a una major paciència, sense qüestionar la necessitat de mantenir una política restrictiva. El nostre escenari contempla una última pujada de 25 p. b. al desembre, mentre que el mercat descompta entre una i dues pujades addicionals el 2027 (vegeu la [Nota Breve](#)).

		22-10-26	16-10-26	Var. semanal	Acumulat 2026	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	2,68	2,64	4	65	61
	EUA (Libor)	4,07	4,08	-1	42	21
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	3,26	3,22	+5	102	111
	EUA (Libor)	4,50	4,50	+0	108	104
Tipus 2 anys	Alemanya	3,04	3,11	-7	92	111
	EUA	4,64	4,71	-7	117	115
Tipus 10 anys	Alemanya	3,33	3,43	-10	48	75
	EUA	4,95	5,07	-12	78	95
	Espanya	4,05	4,03	1	76	93
	Portugal	3,91	3,89	2	76	94
Prima de risc (10 anys)	Espanya	72	61	11	28	18
	Portugal	58	46	12	29	19
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		7.663	7.659	0,1%	11,9%	13,7%
Euro Stoxx 50		6.087	6.204	-1,9%	5,1%	7,4%
IBEX 35		18.914	19.326	-2,1%	9,0%	19,8%
PSI 20		9.238	9.468	-2,4%	11,8%	10,6%
MSCI emergents		1.576	1.621	-2,8%	12,2%	14,1%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,122	1,124	-0,2%	-4,5%	-3,5%
EUR/GBP	lliures per euro	0,837	0,843	-0,8%	-4,0%	-4,0%
USD/CNY	yuan per dòlar	6,675	6,687	-0,2%	-4,5%	-6,3%
USD/MXN	peso per dòlar	18,718	18,489	1,2%	3,9%	1,7%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		142,7	144,4	-1,2%	30,1%	32,3%
Brent a un mes \$/barril		113,2	109,9	3,0%	86,0%	71,5%
Gas n. a un mes €/MWh		90,0	87,5	2,9%	219,7%	177,4%

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

Dades previstes del 26 d'octubre a l'1 de novembre del 2026

Data	País	Indicador	Període	Previsió	Última dada
26		Espanya	Crèdits, dipòsits i morositat	Agost	-
		Espanya	Compravenda d'habitatges (interanual)	Agost	-5,1%
		Alemanya	Ifo sentiment empresarial	Octubre	90,0
27		Espanya	EPA	3T	-
		EUA	Confiança del consumidor	Octubre	80,4
		EUA	Case-shiller (interanual)	Agost	2,60%
29		Espanya	Vendes al detall (interanual)	Setembre	-0,4%
		Zona euro	Índex de sentiment econòmic	Octubre	-
		Zona euro	Comunicat del BCE	Octubre	-
		EUA	Avanç del PIB (interanual)	3T	3,0%
		EUA	Comunicat del FOMC	3T	-
30		Espanya	Avanç del PIB (interanual)	3T	-
		Espanya	Avanç de l'IPC (interanual)	Octubre	-
		Zona euro	Avanç del PIB (interanual)	3T	1,0%
		Zona euro	Atur	Setembre	6,4%
		Alemanya	Avanç del PIB (interanual)	3T	1,1%
		Alemanya	Avanç de l'IPC (interanual)	Octubre	3,0%
		França	Avanç del PIB (interanual)	3T	0,3%
		França	Avanç de l'IPC (interanual)	Octubre	3,2%
		Itàlia	Avanç del PIB (interanual)	3T	0,9%
		Itàlia	Avanç de l'IPC (interanual)	Octubre	4,5%
		Mèxic	PIB (interanual)	3T	2,3%
		Xina	PMI manufactures	Octubre	-

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