

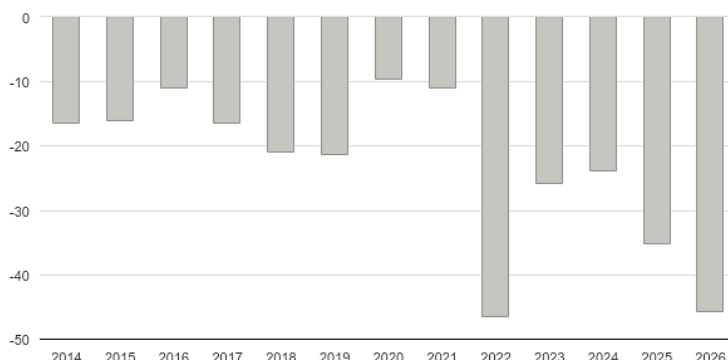
Economía española

El empleo en España sigue creciendo con fuerza de la mano de la regularización, mientras que la actividad en el sector servicios mantiene un tono modesto. En la segunda quincena de septiembre y la primera de octubre, los afiliados, en términos desestacionalizados, aumentaron en 130.000 personas, lo que supone una aceleración respecto a los 108.000 de septiembre. La fortaleza de este registro refleja los efectos de la regularización, cuyo impacto se nota en los datos de afiliación desde junio. Por su parte, en agosto, el índice de producción del sector servicios moderó su ritmo de crecimiento interanual en 0,2 p. p., hasta el 0,5%, un registro modesto si lo comparamos con el promedio del 1,8% del 2T.

El déficit comercial español se amplía en agosto por el tirón de las importaciones. Aunque las ventas de mercancías al exterior registraron una fuerte subida del 13,3% interanual, la mayor desde abril de 2024, las importaciones crecieron con más intensidad (16,7%), con lo que el déficit comercial se elevó hasta 7.813 millones de euros, frente a los 5.983 millones del mismo mes de 2025. De este modo, el déficit acumulado en lo que va de año asciende a 45.818 millones, un 30,5% superior al del mismo periodo del pasado año, como resultado del mayor dinamismo de las importaciones (6,5% interanual vs. 3,2% las exportaciones). A este deterioro de la balanza comercial contribuyen tanto el saldo energético (-22.366 millones vs. -21.428 millones en enero-agosto de 2025) como, sobre todo, el de los bienes no energéticos (-23.452 millones vs. -13.677 millones), lastrado principalmente por las balanzas de automóvil y de los bienes de equipo.

España: saldo comercial en enero-agosto

Miles de millones de euros



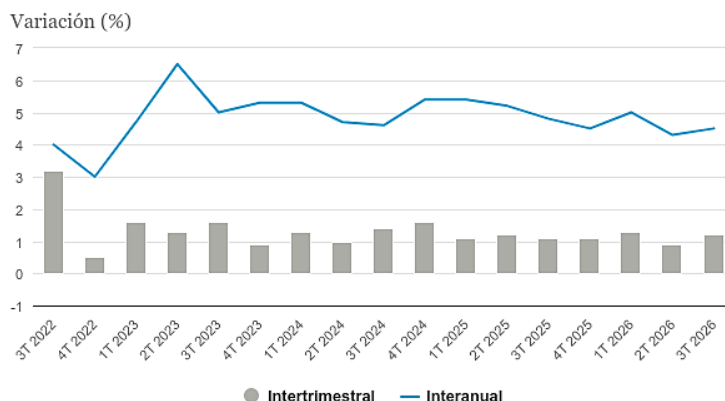
Nota: Datos nominales, serie sin desestacionalizar.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.

Economía internacional

La economía china se reactiva al cierre del 3T 2026, con una marcada divergencia entre la demanda interna y el sector industrial y exterior. Según los datos preliminares, el PIB creció un 1,2% intertrimestral en el 3T, tras el 0,9% anterior, lo que impulsó el avance interanual 0,2 p. p., hasta el 4,5%. La reactivación de los principales indicadores en septiembre favoreció este resultado. Así, las ventas minoristas crecieron un 1,1% interanual, tras aumentar apenas un 0,5% de media en los dos meses anteriores. Sin embargo, fueron de nuevo el sector exterior y las actividades vinculadas con la tecnología los principales motores del crecimiento: en términos interanuales, la producción industrial creció un 5,5% (5,2% en agosto), con unas exportaciones que avanzaron un 36% (25% en agosto). Mientras, la inversión continuó mostrando una marcada debilidad, si bien en septiembre moderó su ritmo de caída. De cara a los próximos meses, la implementación del estímulo fiscal anunciado podría favorecer cierta aceleración de la actividad y vemos factible que se cumpla nuestra previsión de que el crecimiento alcance un 4,5% en 2026 (véase la [Nota Breve](#)).

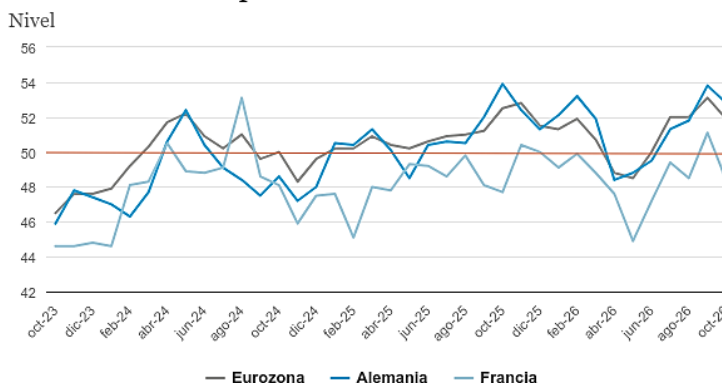
China: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nac. Estad. china.

La economía de la eurozona da señales de ralentización en el inicio del 4T. La confianza de los consumidores volvió a deteriorarse en octubre, hasta $-17,9$ (vs. $-16,8$ en septiembre y frente a un $-9,2$ de promedio histórico prepandemia), afectada por el encarecimiento de la energía, la incertidumbre política y el temor a un deterioro del mercado laboral. Al mismo tiempo, el índice de clima empresarial PMI de octubre confirma una clara divergencia entre las principales economías. Por un lado, Alemania mantiene un tono relativamente sólido, pese a la moderación de su PMI compuesto, que descendió 1 punto, hasta los 52,8 puntos (50 es el umbral compatible con crecimientos positivos), a pesar del buen comportamiento de su industria (el PMI manufacturero sube 0,3 puntos, hasta los 54,2 puntos). Por otro, Francia volvió a terreno contractivo (el PMI compuesto retrocedió 2,7 puntos, hasta 48,4), lastrado tanto por los servicios como por la industria. En balance, el PMI compuesto para el conjunto de la eurozona cayó 1,2 puntos, hasta los 51,9, lo que apunta a que la región sigue creciendo, aunque pierde impulso ante un entorno más desafiante en la recta final del año.

Eurozona: PMI compuesto



Nota: Los datos del último mes corresponden a la estimación *flash*.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

En EE. UU., la actividad industrial mantuvo un tono favorable. La producción industrial aumentó en septiembre un 0,7% mensual, con un avance del 0,3% en las manufacturas. Por componentes, destacó el crecimiento del 1,0% de los suministros para la construcción, lo que sorprende dadas las señales de enfriamiento del sector residencial. De hecho, las señales de debilidad del mercado inmobiliario se intensifican en el actual contexto de tensionamiento de los tipos hipotecarios: en términos ajustados de estacionalidad, en septiembre las viviendas iniciadas retrocedieron un 5,2% mensual y un 7,4% interanual. Por su parte, la utilización de la capacidad productiva en la industria subió 5 décimas en septiembre, hasta el 76,9%, aunque se mantiene todavía por debajo de su media histórica.

Mercados financieros

Los riesgos fiscales, geopolíticos y vinculados a la IA elevan la aversión al riesgo en los mercados. La incertidumbre fiscal en Francia, las dudas sobre la sostenibilidad de las fuertes inversiones ligadas a la IA y el deterioro del riesgo geopolítico en Arabia Saudí marcaron una semana de menor apetito por el riesgo y búsqueda de refugio. En renta fija, la incertidumbre política en Francia provocó que la prima de riesgo a 10 años se ampliara en 36 p. b. durante la semana, hasta los 174 p. b., referencias en las que no se situaba desde la crisis del euro de 2011. El movimiento se contagió a Italia (+18 p. b.) y, con menor intensidad, a España y Portugal (+11 p. b. en ambos casos), situándose la prima española en 73,5 p. b., mientras que la deuda alemana y de otros emisores del núcleo se beneficiaba de los flujos de refugio: la rentabilidad del *bund* a 10 años cayó 9 p. b. La búsqueda de activos seguros también redujo las rentabilidades de la deuda estadounidense, especialmente en los tramos largos, en este caso por las dudas sobre el desarrollo de la IA y la sostenibilidad de las elevadas inversiones previstas. El descenso de las rentabilidades reflejó también unas menores expectativas de tipos de intervención. Los mercados cerraron la semana descontando dos subidas adicionales tanto del BCE como de la Fed, mientras que la probabilidad de una tercera subida se redujo considerablemente, pese al encarecimiento de la energía asociado al deterioro geopolítico en torno al estrecho de Ormuz y, en particular, en Arabia Saudí. En bolsa, las dudas sobre la IA penalizaron a las compañías más expuestas, especialmente después de que Meta anunciara aún mayores inversiones. Con todo, algunas sesiones de rebote limitaron las pérdidas semanales del Nasdaq 100 al 0,8%, mientras que los menores tipos de interés dieron soporte a sectores cíclicos y ligados al consumo y permitieron al S&P 500 cerrar prácticamente plano. En la eurozona, los sectores bancario y de materiales básicos estuvieron entre los más penalizados, lo que lastró más los índices italiano y español en términos comparativos con el francés y el alemán. Por último, el euro se ha visto castigado por el deterioro de la percepción de riesgo en Francia y las crecientes dudas sobre la estabilidad fiscal y política del país.

El BCE esperará a diciembre para volver a subir tipos. La combinación de un *shock* energético más persistente e incierto con unos datos de inflación subyacente relativamente benignos y una actividad económica resiliente sigue favoreciendo un endurecimiento monetario controlado por parte del BCE. De ahí que, tras la subida de tipos en septiembre, todo apunte a tipos estables en octubre (*depo* en el 2,50%) y un nuevo incremento en diciembre (+25 p. b., con un *depo* al 2,75%, con una probabilidad del 75% cotizada en los mercados a cierre de este informe). Más allá de los tipos, Francia también centrará la atención. Su prima de riesgo ha superado los 170 p. b. (valores no vistos desde la crisis de deuda soberana), pero el contagio a otros países ha sido limitado hasta el momento. El BCE tiene instrumentos para evitar el contagio y el endurecimiento injustificado de las condiciones financieras. En particular, el TPI (*Transmission Protection Instrument*) permite la compra de deuda pública de un país (en mercados secundarios) si sufre un deterioro de las condiciones financieras no justificado por sus fundamentos y que comprometa la transmisión de la política monetaria. El BCE puede activar el TPI con discrecionalidad, pero debe validar distintos criterios (entre los que destaca la sostenibilidad fiscal). En las últimas semanas, el propio gobernador del Banco de Francia ha recalcado que no se dan las condiciones para una intervención, y tanto él como Lagarde apuntaron a la responsabilidad del país para corregir sus desequilibrios fiscales (véase la [Nota Breve](#)).

La Fed pausará en octubre, aunque este no será el final del ciclo alcista. La Fed mantendrá los tipos de interés en el 3,75%-4,00% en octubre, tras la subida de 25 p. b. en septiembre. La pausa no responderá a que el problema inflacionista esté resuelto: la inflación continúa elevada y los indicadores de formación de precios y las expectativas de los agentes no anticipan una rápida desinflación. Sin embargo, ha disminuido la urgencia por seguir subiendo tipos. Por un lado, el mercado laboral pierde impulso y el consumo, aunque permanece resiliente, muestra señales de moderación y una creciente divergencia entre hogares de distinta renta. Por otro, las condiciones financieras se han endurecido desde finales de agosto, tras el giro *hawkish* de Warsh en Jackson Hole y la subida de septiembre: la mayor volatilidad de los tipos y unas condiciones de crédito algo más restrictivas estarían ya teniendo cierto impacto en la actividad. En definitiva, una economía que mantiene un crecimiento resiliente, pero que opera en unas condiciones monetarias más restrictivas, permite al FOMC ganar tiempo sin bajar la guardia ante los riesgos inflacionistas. Así lo reflejan las últimas declaraciones de sus miembros, que han moderado el tono y apuntan a una mayor paciencia, sin cuestionar la necesidad de mantener una política restrictiva. Nuestro escenario contempla una última subida de 25 p. b. en diciembre, mientras que el mercado descuenta entre una y dos subidas adicionales en 2027 (véase la [Nota Breve](#)).

		22-10-26	16-10-26	Var. semanal	Acumulado 2026	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,68	2,64	4	65	61
	EE. UU. (SOFR)	4,07	4,08	-1	42	21
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	3,26	3,22	+5	102	111
	EE. UU. (SOFR)	4,50	4,50	+0	108	104
Tipos 2 años	Alemania	3,04	3,11	-7	92	111
	EE. UU.	4,64	4,71	-7	117	115
Tipos 10 años	Alemania	3,33	3,43	-10	48	75
	EE. UU.	4,95	5,07	-12	78	95
	España	4,05	4,03	1	76	93
	Portugal	3,91	3,89	2	76	94
Prima de riesgo (10 años)	España	72	61	11	28	18
	Portugal	58	46	12	29	19
Renta variable		(porcentaje)				
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 emergentes		1.576	1.621	-2,8%	12,2%	14,1%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,122	1,124	-0,2%	-4,5%	-3,5%
EUR/GBP	libras por euro	0,837	0,843	-0,8%	-4,0%	-4,0%
USD/CNY	yuanes por dólar	6,675	6,687	-0,2%	-4,5%	-6,3%
USD/MXN	pesos por dólar	18,718	18,489	1,2%	3,9%	1,7%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice 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%

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Datos previstos del 26 de octubre al 1 de noviembre de 2026

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato
26	 España	Créditos, depósitos y morosidad	Agosto	-	-
	 España	Compraventa de viviendas (interanual)	Agosto	-	-5,1%
	 Alemania	Ifo sentimiento empresarial	Octubre	90,0	89,9
27	 España	EPA	3T	-	-
	 EE. UU.	Confianza del consumidor	Octubre	80,4	81,9
	 EE. UU.	Case-shiller (interanual)	Agosto	2,60%	2,47%
29	 España	Ventas minoristas (interanual)	Septiembre	-	-0,4%
	 Eurozona	Índice de sentimiento económico	Octubre	-	97,9
	 Eurozona	Comunicado del BCE	Octubre	-	-
	 EE. UU.	Avance del PIB (interanual)	3T	3,0%	2,2%
	 EE. UU.	Comunicado del FOMC	3T	-	-
30	 España	Avance del PIB (interanual)	3T	-	2,6%
	 España	Avance del IPC (interanual)	Octubre	-	4,9%
	 Eurozona	Avance del PIB (interanual)	3T	1,0%	1,2%
	 Eurozona	Desempleo	Septiembre	6,4%	6,4%
	 Alemania	Avance del PIB (interanual)	3T	1,1%	1,0%
	 Alemania	Avance del IPC (interanual)	Octubre	3,0%	3,3%
	 Francia	Avance del PIB (interanual)	3T	0,3%	0,5%
	 Francia	Avance del IPC (interanual)	Octubre	3,2%	3,1%
	 Italia	Avance del PIB (interanual)	3T	0,9%	1,0%
	 Italia	Avance del IPC (interanual)	Octubre	4,5%	4,2%
31	 México	PIB (interanual)	3T	2,3%	2,1%
	China	PMI manufacturas	Octubre	-	50,7

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

PULSO ECONÓMICO es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.