IM 11

INFORME MENSUAL
NÚMERO 516 | NOVEMBRE 2026



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Què ha impulsat el repunt global dels tipus d'interès a llarg termini?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Què podem esperar de la taxa de participació laboral als EUA i a la UE?

Migracions i polítiques migratòries: una panoràmica global

ECONOMIA ESPANYOLA
L'envelliment de la població activa: un repte per a Espanya i per a Europa

Les llars mantenen un estalvi elevat malgrat el xoc inflacionista

DOSSIER: PERSPECTIVES 2027

Perspectives econòmiques internacionals: quanta més resiliència el 2027?

2027: perspectives monetàries i implicacions fiscals

Espanya davant el 2027: una economia sòlida en un entorn més exigent

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Novembre 2026

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

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@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*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:
4 de novembre de 2026

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Què ha impulsat el repunt global dels tipus d'interès a llarg termini?*
David del Val

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Què podem esperar de la taxa de participació laboral als EUA i a la UE?*
David Martínez Turégano

17 *Migracions i polítiques migratòries: una panoràmica global*
Luís Pinheiro de Matos

21 ECONOMIA ESPANYOLA

23 *L'envelliment de la població activa: un repte per a Espanya i per a Europa*
Sergio Díaz Valverde

25 *Les llars mantenen un estalvi elevat malgrat el xoc inflacionista*
Javier Garcia-Arenas

28 ECONOMIA PORTUGUESA

30 DOSSIER: PERSPECTIVES 2027

30 *Perspectives econòmiques internacionals: quanta més resiliència el 2027?*
David Martínez Turégano

33 *2027: perspectives monetàries i implicacions fiscals*

35 *Espanya davant el 2027: una economia sòlida en un entorn més exigent*
Oriol Carreras Baquer

Els límits, i els punts forts de la resiliència econòmica espanyola

L'economia espanyola porta uns quants anys destacant en positiu, i el 2026 no serà una excepció. Amb el 3T ja tancat, tot fa pensar que, enguany, el creixement tornarà a superar el 2,5% i se situarà, molt probablement, en el 2,6%. Així, una vegada més, el PIB creixerà per damunt del que es pronosticava a l'inici de l'any (CaixaBank Research preveia un 2,1%, i el consens d'economistes, un 2,2%); per damunt de la majoria d'economies desenvolupades (com a referència, per als EUA, s'espera un creixement només lleugerament superior al 2% i, per a la zona de l'euro, al voltant de l'1%), i també clarament per damunt de la mitjana històrica de l'economia espanyola (des del 1995, el PIB ha crescut, de mitjana, un 2,1% anual).

Aquest bon comportament destaca encara més si es té en compte el context en què està operant l'economia espanyola: un xoc inflacionista derivat de la guerra al Pròxim Orient, un nou augment dels tipus d'interès per part del BCE i un tensionament de les primes de risc sobiranes en alguns països de referència.

La resiliència de l'economia espanyola se sustenta en tres pilars: una situació financera globalment sòlida, l'impuls de la demanda interna i el dinamisme de les exportacions de serveis. Cap d'aquests tres elements és nou, però sí que és destacable que, amb el pas dels anys, els tres continuen presents. El deute privat es manté en nivells relativament baixos, mentre que el deute públic encara és elevat. No obstant això, a diferència d'altres economies avançades, el dèficit públic és contingut, la qual cosa permet que la ràtio de deute públic continuï baixant de forma gradual. La valoració dels inversors internacionals és globalment positiva: la prima de risc espanyola es manté entre els 60 i els 65 p. b., mentre que la francesa se situa, des de fa setmanes, per damunt dels 150 p. b., i la italiana, per damunt dels 100 p. b.

L'impuls de la demanda interna es basa, en part, en la sòlida situació financera del sector privat comentada amb anterioritat i en dos elements addicionals: l'efecte dels fons NGEU, l'impacte dels quals sobre el teixit productiu estimem que es continuarà filtrant de forma gradual tot i que el programa ja hagi finalitzat, i el creixement de la població, basat en els fluxos migratoris. Finalment, el dinamisme de les exportacions de serveis descansa en el bon moment que continua travessant el sector turístic i, sobretot, en la competitivitat de les exportacions espanyoles de serveis no turístics. Les exportacions de serveis no turístics ja representen el 8,5% del PIB, prop de 2 p. p. per damunt del 2019. En comparació, de llavors ençà, les exportacions de serveis turístics han augmentat poc més d'1 p. p., fins al 5,5% del PIB.

El futur no està escrit, i el 2027 ens podria tornar a sorprendre positivament. Si la guerra al Pròxim Orient acaba aviat, l'economia espanyola compta amb prou punts forts perquè el consum de les llars i la inversió empresarial continuïn creixent de manera dinàmica. Però la seva resiliència també té límits, especialment si el conflicte s'enquista o s'intensifica. En aquest cas, augmentarien les pressions sobre els preus de l'energia, el BCE es podria veure forçat a apujar més els tipus d'interès i les primes de risc sobiranes es podrien tornar a tensionar. A tot això se sumen dos reptes de fons importants: el creixent dèficit d'habitatge, que pressiona els preus a l'alça i en dificulta l'accés, en especial entre els col·lectius amb menys renda, i un creixement de la productivitat que no aixeca cap i que és indispensable perquè el creixement econòmic sigui sostenible a llarg termini. Els punts forts amb què compta l'economia espanyola permeten mirar cap al futur amb un cert optimisme, tot i que la seva capacitat de resiliència, com la de qualsevol economia, també té límits.

Oriol Aspachs
Novembre 2026

Cronologia

OCTUBRE 2026

29 Christine Lagarde anuncia que deixarà anticipadament el BCE el 7 de febrer del 2027.

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.

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.

Agenda

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).

DESEMBRE 2026

1 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (novembre).
2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
Portugal: producció industrial (octubre).
8-9 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
10 Portugal: comerç internacional (octubre).
17 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (3T).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
Consell europeu.
23 Espanya: comptabilitat nacional trimestral (3T).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (3T).
Portugal: desglossament del PIB per sectors institucionals (3T).
Portugal: preus de l'habitatge (3T).
28 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (3T).
30 Espanya: avanç de l'IPC (desembre).
Espanya: taxa d'estalvi de les llars (3T).
Portugal: ràtio de morositat (3T).
31 Portugal: avanç de l'IPC (desembre)

França a la diana

Durant una bona part de l'última dècada, els governs, les empreses i les famílies es van acostumar a viure en un món de diners barats. Sembla que aquest món ha quedat definitivament enrere. La confluència del xoc energètic, del fort augment de les necessitats de finançament del sector privat per abordar la nova onada inversora vinculada a la IA i de l'inici d'un enduriment monetari controlat per part dels bancs centrals ha provocat un desplaçament a l'alça de tota la corba de tipus d'interès. I, quan puja el preu del diner, tornen a importar qüestions que, durant anys, van quedar en un segon pla: la qualitat dels projectes d'inversió, la capacitat per generar creixement i, sobretot, la sostenibilitat de les finances públiques. En aquest trànsit, està augmentant la fragilitat dels països que arriben al nou escenari amb desequilibris fiscals estructurals i amb un marge escàs per maniobrar amb els pressupostos. Al mateix temps, unes condicions financeres més exigents obliguen els inversors a discriminar amb més intensitat entre projectes, empreses i països. Per tant, els tipus més elevats no solament estan modificant el cost del capital, sinó també la seva assignació marginal. I tot procés de reassignació genera guanyadors i perdedors.

En aquest últim grup, França destaca negativament. En el seu cas conflueixen tres ingredients que els vigilants dels bons difícilment poden ignorar: un creixement potencial mediocre, una situació fiscal molt delicada i un context sociopolític complex. El resultat és significatiu: a ulls dels mercats, França està deixant de cotitzar com un dels països *core* de la zona de l'euro per situar-se en l'univers que tradicionalment anomenàvem perifèric. L'aritmètica explica una bona part d'aquesta transformació. Per estabilitzar a 10 anys vista uns nivells de deute pròxims al 120% del PIB, França necessitaria realitzar l'ajust del saldo primari que porta dècades sense aconseguir. Per tant, no sembla que estiguem davant un atac especulatiu dels mercats financers, sinó davant una reordenació estructural de la percepció del risc dins la zona de l'euro. El mercat no està qüestionant la irreversibilitat de l'euro, com va succeir entre el 2010 i el 2012. Està posant preu a la diferent capacitat de cada país per tirar endavant en un món en què finançar nivells elevats de deute torna a tenir un cost.

I aquí apareix, inevitablement, la pregunta: fins on hauria d'arribar el BCE? En concret, si, en algun moment, estaria justificat activar el TPI, l'instrument creat el 2022 per permetre compres de deute públic quan un augment injustificat i desordenat de les primes de risc amenaci la correcta transmissió de la política monetària. El TPI va néixer, precisament, com un avís per a navegants: demostrar que el BCE disposa d'eines per frenar dinàmiques de fragmentació financera incompatibles amb el funcionament d'una unió monetària. Però no va ser concebut per neutralitzar qualsevol augment d'una prima de risc, i menys encara quan respon a un deteriorament dels fonamentals.

Aquesta distinció és essencial, tant per entendre l'escàs contagi en economies que han anat millorant els comptes públics com per contextualitzar el cas francès. En aquests moments, l'ampliació de la prima de risc reflecteix, en bona part, el deteriorament de les perspectives fiscals i la incertesa política. Per tant, perquè França es pogués convertir en una candidata per a una eventual activació del TPI, hauria d'acompanyar qualsevol suport monetari de senyals convincents de consolidació fiscal. A més a més, ara com ara, no sembla existir cap urgència sistèmica: el deteriorament del risc francès s'ha transmès de manera limitada a la resta dels grans emissors perifèrics.

I aquesta és precisament la diferència fonamental amb la crisi del deute sobirà de fa 15 anys. Llavors el problema era la fragmentació de la unió monetària i l'existència d'un risc de redenominació que contaminava una bona part de la perifèria. Ara el problema és, si més no de moment, molt més convencional: distingir quins països estan més ben preparats per suportar un cost del capital estructuralment més elevat.

En definitiva, França representa el típic cas de ser al lloc equivocat en el moment menys oportú, combinació suficient per situar-se al centre de la diana dels inversors internacionals. El principal problema francès no és tant identificar les reformes necessàries com construir el consens polític i social imprescindible per dur-les a terme. La dificultat afegida és que França no és un país més de la unió monetària. El seu pes econòmic i, en especial, la seva centralitat política per al projecte europeu multipliquen les implicacions de qualsevol deteriorament prolongat de la seva situació fiscal. La bona notícia és que Europa afronta aquest episodi amb una armadura institucional molt més robusta que el 2011-2012.

Per aquest motiu, probablement, el partit dels propers mesos no es jugarà a Frankfurt o a Brussel·les, sinó a París. El BCE pot impedir que una crisi de confiança es converteixi en una crisi de l'euro, però no pot substituir reformes per compres de bons ni fabricar sostenibilitat fiscal des del balanç d'un banc central. Europa té ara més bones defenses. França haurà de demostrar que també té capacitat de reacció.

José Ramón Díez

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	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 PIB[1]							
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	2,2	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	2,7	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	3,3	3,2	2,0	2,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	0,2	2,0	4,2	3,4	3,6	3,9
Saldo públic (% PIB) [1]	0,3	–6,5	–6,1	–3,2	–2,4	–2,3	–2,3

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	0,5	1,5	2,9	3,7	2,9	1,9
Consum de les AP	1,8	0,5	1,5	3,0	3,7	1,7	1,2
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	3,0	3,9	3,3	1,6
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	2,4	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

L'aversió al risc predomina als mercats

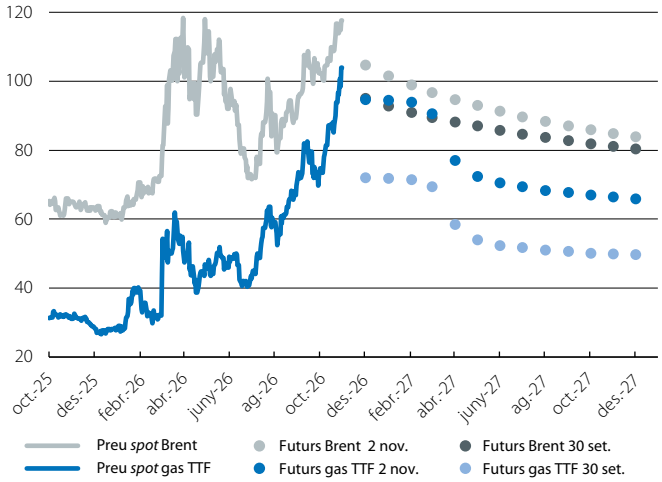
Les tensions geopolítiques i l'energia marquen un to caut als mercats. El conflicte al Pròxim Orient, amb una intensificació de les tensions directes entre l'Iran i l'Aràbia Saudita, va mantenir la incertesa sobre el subministrament energètic global i va afavorir que el petroli continués cotitzant per damunt dels 100 dòlars per barril de Brent durant tot el mes. Fins i tot va superar els 115 dòlars i va marcar nous màxims de l'any. Per la seva banda, el preu del gas natural TTF va repuntar amb força a l'octubre, en augmentar més del 40%, i es va acostar als 100 €/MWh. A més a més, les corbes de futurs del Brent i del gas TTF dels propers trimestres es van desplaçar a l'alça i van reflectir una revisió de les expectatives del mercat davant el persistent risc de disrupcions en l'oferta. Així mateix, els inversors van viure un nou episodi de dubtes sobre la sostenibilitat i la rendibilitat de les inversions associades a la IA en un entorn de condicions financeres restrictives. A Europa, es va sumar un augment de l'aversió al risc davant la persistència dels riscos fiscals a França, que va provocar una forta ampliació de la prima de risc sobirana francesa, un cert contagi a la italiana i un impacte limitat sobre les primes d'Espanya i de Portugal. En aquest context, el BCE i la Fed van decidir mantenir els tipus d'interès, però van senyalitzar una senda de política monetària restrictiva.

L'aversió al risc pressiona els tipus sobirans a la baixa. Malgrat l'augment dels preus de l'energia, els rendiments del deute públic nord-americà i alemany van recular i van reflectir l'aversió al risc davant la incertesa geopolítica i els dubtes sobre les valoracions borsàries associades al sector tecnològic i a la IA. La rendibilitat del *treasury* a 10 anys va assolir el seu màxim a l'inici del mes, en situar-se en el 5,30% (nivell no observat des del 2002), però després va recular fins a nivells pròxims al 5,0%, més de 30 p. b. en relació amb el tancament del setembre (tot i que, en l'acumulat de l'any, encara puja prop de 80 p. b.). Per la seva banda, Alemanya va experimentar una caiguda de tipus, amb la rendibilitat del *bund* a 10 anys baixant més de 20 p. b. Al Regne Unit, els tipus sobirans van assolir el nivell més alt en gairebé 20 anys a l'inici d'octubre i després van recular en les últimes setmanes, amb una recepció relativament favorable de les projeccions i dels pressupostos públics presentats pel Govern.

Increment de les primes de risc a Europa, amb les tensions concentrades a França. Els mercats de deute sobirà de la zona de l'euro van viure un episodi de tensió al voltant dels comptes públics de França. En concret, l'elevat deute públic francès i les dificultats polítiques per ajustar-lo, amb un Parlament fragmentat i a l'avantsala de les eleccions presidencials de la primavera, van comportar que el bo francès (OAT) a 10 anys superés el llindar del 5%, mentre que la prima de risc es va continuar ampliant i, després d'assolir nivells no vistos des de la crisi del deute sobirà europeu, va arribar a superar els 170 p. b. (es va moderar una mica al final del mes, després que l'agència de qualificació Moody's mantingués la nota creditícia de França en Aa3). En aquest context, des de l'Eurosistema, tant la presidenta del BCE, Christine Lagarde, com el governador del Banc de França van assenyalar que correspon a les autoritats franceses corregir els desequilibris fiscals, suggerint que, en l'actualitat, no es compleixen les condi-

Petroli i gas natural: preu

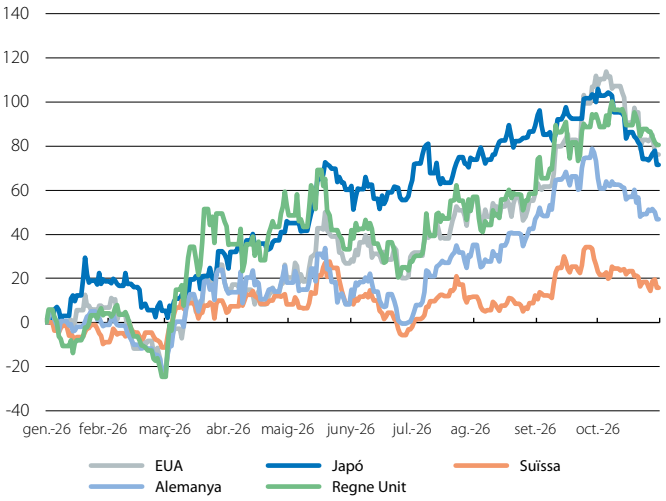
(Dòlars per barril i euros per MWh)



Nota: *Els futurs del Brent i del gas TTF corresponen als contractes a dos i a un mes vista, respectivament.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus d'interès sobirans a 10 anys

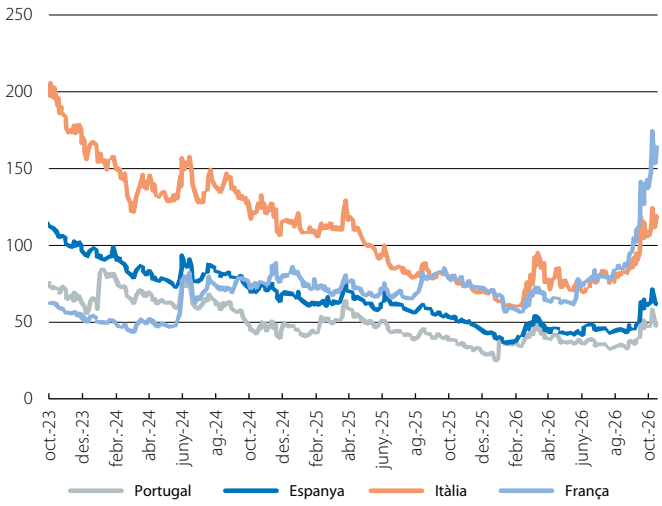
Variació acumulada al llarg de l'any (p. b.)



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

Prima de risc a 10 anys

(p. b.)



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

cions per a una intervenció per part del BCE. El contagi a la resta de primes de risc de la zona de l'euro va ser moderat, amb la prima de risc italiana al voltant dels 120 p. b. (clarament per sota dels nivells assolits el 2023), mentre que les primes d'Espanya i de Portugal van augmentar menys de 10 p. b. i es van mantenir a la vora de mínims des del 2009.

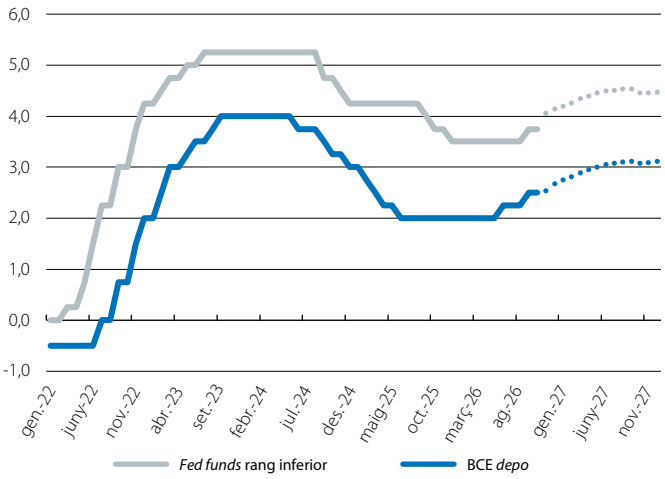
El BCE i la Fed mantenen els tipus sense canvis, però apunten a pujades d'ara endavant. Tal com s'anticipava, tant el BCE com la Fed van decidir mantenir els tipus d'interès a les reunions de l'octubre. El BCE va mantenir el *depo* en el 2,50% en una decisió unànime, argumentant que el context continua sent compatible amb un enduriment gradual de la política monetària. Ateses les condicions financeres més restrictives i l'observació d'unes dades d'inflació subjacent contingudes fins al moment, el BCE va optar per esperar a disposar de més informació abans d'adoptar nous moviments. A més del missatge de política monetària, el principal focus d'atenció va ser l'anunci que Christine Lagarde deixarà la presidència del BCE al començament de febrer (uns vuit mesos abans del final del mandat). Per la seva banda, la Fed va mantenir els *fed funds* en el rang 3,75%-4,00%, tot i que va haver-hi dos vots de dissensió a favor d'apujar els tipus 25 p. b. El president Warsh va emfatitzar el desig d'acumular més informació abans de valorar ajustos addicionals en la política monetària, tot i que va reconèixer que la inflació es manté massa elevada i va destacar la fortalesa de l'economia nord-americana. Malgrat la pausa, els mercats van continuar descomptant com a escenari més probable una pujada de tipus a les reunions del desembre de la Fed i del BCE. Així mateix, les expectatives de mercat apunten a una prolongació del cicle d'enduriment monetari el 2027, amb dues pujades addicionals de 25 p. b. per part del BCE i una pujada addicional per part de la Fed.

Els dubtes sobre la IA llasten la borsa. Els mercats de renda variable es van mostrar volàtils durant l'octubre, un mes marcat per l'inici de la temporada de resultats del 3T i amb el focus inversor en les grans companyies tecnològiques. Malgrat els resultats, en general, sòlids, els mercats van exhibir inquietud davant l'auge de la inversió en IA i la capacitat de les companyies per generar retorns suficients que justifiquin l'elevada despesa associada a aquestes iniciatives. Això últim va llastar les cotitzacions borsàries durant la segona meitat del mes, amb caigudes als sectors tecnològic i de semiconductors, que es van reflectir en diversos índexs borsaris. Com a resultat, el Nasdaq 100 va recular prop del 6% a l'octubre, mentre que l'S&P 500, menys exposat a aquests sectors, va cedir menys de l'1%. A Europa, el comportament va ser més favorable, amb l'STOXX 600 avançant prop del 2% al llarg del mes, amb el suport dels sectors menys exposats a la temàtica de la IA. Per països, el DAX alemany va tancar l'octubre en positiu, mentre que el CAC 40 francès va aconseguir acabar gairebé pla (el +0,1%), malgrat les persistents preocupacions sobre la situació fiscal del país.

El dòlar, erràtic davant les principals divises. Les tensions al voltant del deute francès van pesar sobre l'euro, que es va afeblir prop de l'1% davant el dòlar i va fluctuar al voltant dels 1,11-1,12 dòlars. En canvi, la lliura esterlina es va enfortir més de l'1% en el seu canvi amb el dòlar, i el ien va tancar el mes relativament estable. Entre les divises emergents, va destacar la volatilitat del real brasiler, condicionat per la incertesa associada al procés electoral presidencial, que va concloure amb la victòria de Lula da Silva.

Fed i BCE: tipus d'interès de referència

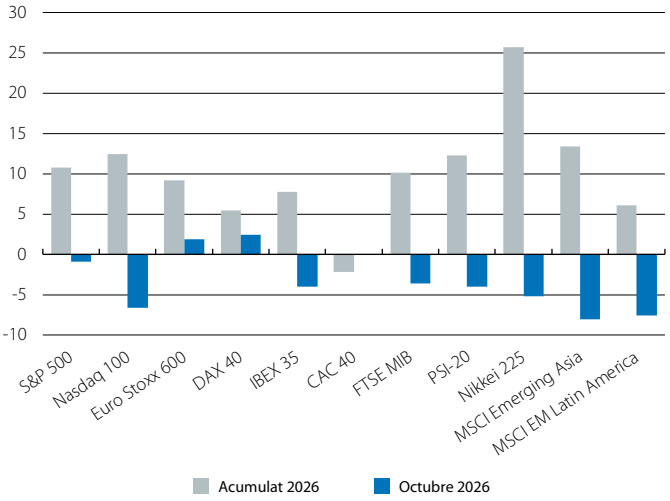
(%)



Nota: *Les línies discontínues mostren els* forwards *per a la Fed i per al BCE del 3 de novembre del 2026.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Índexs borsaris

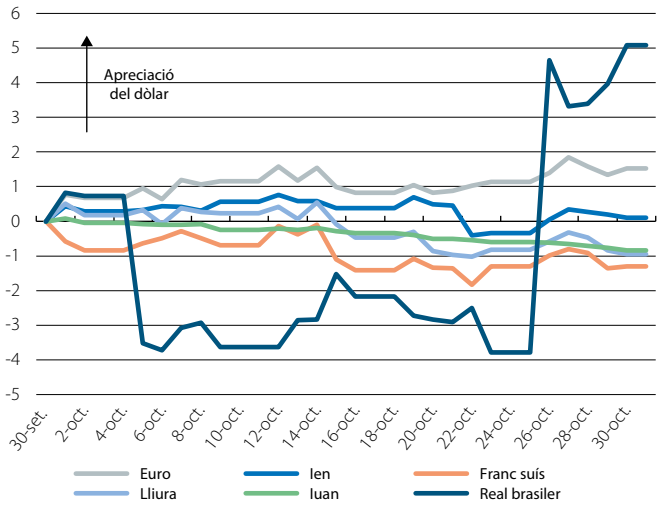
Variació acumulada (%)



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

Evolució de les divises davant el dòlar

(%)



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

Què ha impulsat el repunt global dels tipus d'interès a llarg termini?

Des de l'inici d'enguany, els tipus sobirans han augmentat de forma generalitzada a les principals economies desenvolupades, amb un repunt que crida especialment l'atenció en els venciments més llargs. La sincronització entre els EUA, Europa i el Japó apunta a forces globals, més enllà dels factors fiscals o institucionals propis de cada país. Malgrat que el conflicte entre els EUA i l'Iran ha intensificat el moviment, la tendència s'observa des del final del 2024.

La naturalesa d'aquest repunt importa perquè les seves possibles explicacions tenen implicacions econòmiques molt diferents. Una lectura ho atribueix a unes expectatives d'inflació més elevades o a una pèrdua de confiança en la sostenibilitat de les finances públiques. Una altra relaciona, en especial als EUA, els tipus reals més alts amb unes millors perspectives de creixement derivades del desplegament de la intel·ligència artificial (IA) i amb un possible augment del tipus d'interès neutral. Una tercera explicació, a mig camí entre les dues anteriors, vincula les majors necessitats d'inversió pública i privada amb una base inversora més sensible al preu, que exigeix una major rendibilitat per finançar-les. Malgrat que les tres compleixen un cert paper, aquesta última explicació sembla la més influent.

Els tipus reals, protagonistes del moviment

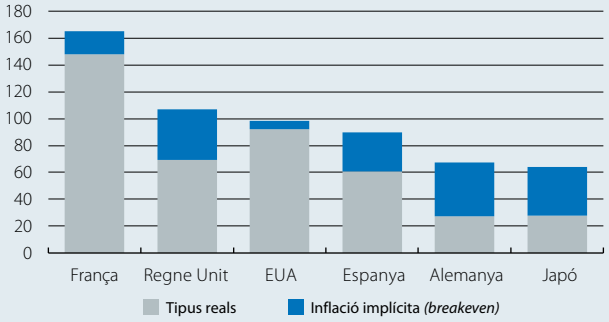
El repunt dels tipus llargs no s'explica, principalment, per una major inflació esperada, tot i que la seva contribució varia entre països i entre fases del conflicte. Des del seu inici, els tipus reals expliquen, aproximadament, 93 dels prop de 100 p. b. que ha augmentat el tipus d'interès nord-americà a 10 anys. Alemanya i el Japó presenten una composició més equilibrada, però la compensació per inflació, malgrat guanyar rellevància en les últimes setmanes, tampoc explica, principalment, la tendència ni des de l'inici d'enguany ni des del final del 2024.

Més que una crisi generalitzada de confiança sobirana

No sembla tampoc que la pujada respongui, principalment, a una crisi generalitzada de confiança en les finances públiques. El moviment general afecta economies amb situacions fiscals molt diferents i no es limita a aquelles amb les trajectòries de deute més preocupants. Tot i que Suïssa és una excepció destacada, amb un repunt molt menor i amb una situació fiscal favorable, altres economies amb comptes públics sòlids i per a les quals no es preveu un deteriorament significatiu, com Dinamarca o Noruega, l'han patit igualment, en estar més exposades a forces comunes, com el cicle monetari europeu o les majors necessitats de despesa relacionades amb la geopolítica i amb la defensa.

Evolució de la rendibilitat del deute sobirà a 10 anys

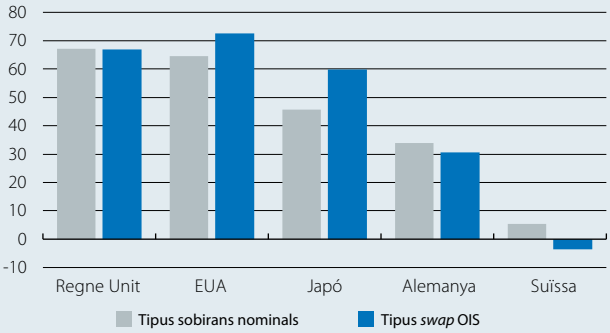
Variació des de l'inici del conflicte a l'Iran (27 de febrer del 2026) fins al 26 d'octubre del 2026 (p. b.)



Notes: *El tipus real és un tipus implícit, calculat a partir de la corba de bons sobirans vinculats a la inflació. La inflació implícita (breakeven) s'obté, al seu torn, com la diferència entre el tipus nominal de venciment comparable i aquest tipus real implícit.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Evolució dels tipus d'interès a 30 anys

Variació des de l'inici del conflicte a l'Iran (27 de febrer del 2026) fins al 26 d'octubre del 2026 (p. b.)



Nota: *L'swap OIS a 30 anys és el tipus fix intercanviat pel tipus d'interès a un dia (molt pròxim al tipus d'intervenció) compost durant 30 anys. Reflecteix les expectatives sobre els tipus d'interès a curt termini al llarg d'aquest horitzó, juntament amb la prima per termini, i presenta un risc de crèdit mínim.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

L'evolució dels *swaps* confirma que una part substancial del moviment representa un encariment general del capital a llarg termini i no solament una prima sobirana més elevada. Des del final de febrer, l'*swap* OIS a 30 anys ha augmentat uns 70 p. b. en dòlars, en relació amb uns 65 p. b. del *treasury* equivalent. Al Regne Unit, els tipus *swap* OIS han pujat gairebé el mateix que el *gilt*, mentre que, a la zona de l'euro, el tipus *swap* OIS ha avançat al voltant de 30 p. b., uns 5 p. b. per sota del *bund*.

Sí que sembla que els riscos fiscals específics expliquen les diferències entre països en la intensitat de l'augment dels tipus. França és l'exemple més clar: a més de l'encariment generalitzat dels tipus a llarg termini, des del comença-

ment del 2023, i en un context de QT, el diferencial sobirà francès a 10 anys en relació amb l'*swap* OIS europeu s'ha ampliat uns 170 p. b., enfront d'uns 115 p. b. en relació amb el *bund*. Això reflecteix tant una prima per la situació fiscal i política francesa, com la menor prima d'escassetat del deute alemany a mesura que el BCE està reduint les tinences de bons sobirans.

Per què han pujat llavors els tipus reals?

Una part de la pujada reflecteix expectatives d'uns tipus oficials més elevats durant més temps. Entre el setembre del 2024 i el començament del 2026, el repunt de tipus es va concentrar relativament més en els venciments llargs, la qual cosa apunta a forces estructurals. No obstant això, amb el conflicte a l'Iran i amb el xoc energètic, els trams curts també s'han ajustat amb intensitat: si, a l'inici de l'any, els mercats descomptaven retallades de tipus, ara cotitzen encara diverses pujades, la qual cosa pressiona els tipus lliures de risc al llarg de la corba.

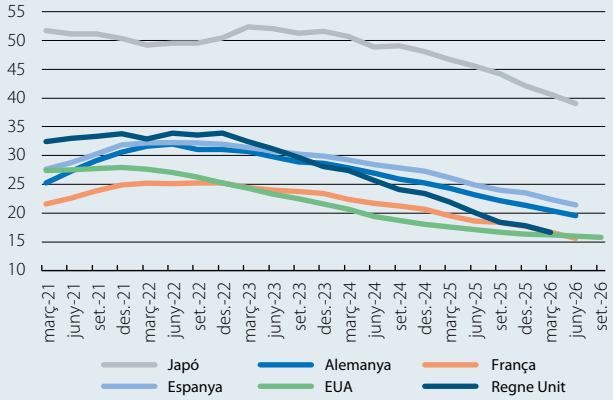
Així i tot, i per al cas dels EUA, una de les descomposicions de la rendibilitat del *treasury* a 10 anys que realitza la Fed[1] confirma que la revisió dels tipus sense risc esperats no explica tot el moviment. Des del començament del conflicte a l'Iran al març, una mica més del 40% de l'augment de la rendibilitat del *treasury* a 10 anys s'explicaria per uns majors tipus reals esperats a curt termini, i al voltant del 30% vindria d'una major prima real per termini. És a dir, que les expectatives sobre l'evolució de la política monetària expliquen només lleugerament més que la major compensació pel risc de durada que exigeixen els inversors.

Una segona explicació per a l'augment dels tipus reals prové de la major demanda mundial de capital per a inversió. Als EUA, per exemple, el consens de Bloomberg preveu que la inversió privada real creixerà gairebé el 5% el 2026 i el 2027, des del 3,1% registrat el 2025. S'espera que només les companyies tecnològiques més involucrades en el desenvolupament d'infraestructura per a la IA, les anomenades *hiperescaladores*, inverteixin uns 800.000 milions de dòlars el 2026 i més d'1,1 bilions de dòlars el 2027 (el 2,4% i el 3,4% del PIB nominal esperat per a cada any, respectivament).

Aquesta gran inversió no ha de suposar necessàriament que el tipus neutral hagi augmentat de forma permanent: les expectatives d'elevats retorns futurs poden incentivar-la abans que els efectes sobre la productivitat de la tecnologia siguin visibles i augmentin la competència per l'estalvi i, de retruc, els tipus reals.[2]

Tinences del banc central del deute del Govern central, per país

Instruments de deute a més d'un any (%)



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

A Europa, d'altra banda, les necessitats de defensa, la seguretat energètica i les infraestructures també competeixen per l'estalvi, al qual se suma la creixent emissió de diverses empreses d'IA en divises europees.

Finalment, el canvi en la base inversora també ajuda a explicar per què unes necessitats de finançament més elevades poden exigir rendibilitats superiors. Durant el QE, els bancs centrals i altres compradors oficials van absorbir importants quantitats de deute, amb una escassa sensibilitat a la seva rendibilitat, i van reduir, així, el volum disponible per a la resta del mercat. Amb la normalització dels seus balanços, augmenta el deute en mans dels inversors privats més sensibles al preu, i es pot reduir una part de la prima d'escassetat o de conveniència que va comprimir les rendibilitats sobiranes durant l'era del QE.

Un nou preu per al capital

En definitiva, sembla que els mercats busquen una rendibilitat més elevada per equilibrar unes creixents necessitats mundials de finançament. La inflació i les expectatives de tipus oficials han contribuït al repunt, en especial des de l'esclat del conflicte a l'Iran, però el protagonisme correspon als tipus reals. La major demanda d'inversió, uns estocs elevats de deute, una menor prima d'escassetat i una base inversora més sensible al preu completen l'explicació. El deteriorament fiscal és, per tant, una peça important d'una història més àmplia, no la seva única causa.

David del Val

1. D'Amico, S., Kim, D. H. i Wei, M. (2018), «Tips from TIPS: The Informational Content of Treasury Inflation-Protected Security Prices», JFQA, 53(1); updated data: Federal Reserve Board.
2. Caballero, R. J. (2026), «Speculative Growth and the AI 'Bubble'», NBER WP 34722.

Tipus d'interès (%)

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,65	2,65	0	50	50
Euríbor 3 mesos	2,68	2,62	6	65	63
Euríbor 12 mesos	3,31	3,33	–2	106	112
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,91	2,96	–5	90	103
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	3,04	3,21	–17	92	106
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	3,32	3,59	–26	47	68
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,95	4,13	–19	66	80
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,79	4,01	–22	64	78
EUA					
Fed funds (límit inferior)	3,75	3,75	0	25	0
SOFR 3 mesos	4,05	4,08	–3	40	20
Deute públic a 1 any	4,37	4,54	–17	90	68
Deute públic a 2 anys	4,59	4,89	–30	111	98
Deute públic a 10 anys	4,93	5,28	–36	76	83

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	65	63	3	14,7	11,4
Itraxx Financer Sènior	75	69	5	20,4	16,8
Itraxx Financer Subordinat	127	115	12	33,6	28,0

Tipus de canvi

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,116	1,133	–1,5	–5,0	–3,5
EUR/JPY (iens per euro)	175,780	178,350	–1,4	–4,5	–1,4
EUR/GBP (lliures per euro)	0,833	0,854	–2,4	–4,4	–5,2
USD/JPY (iens per dòlar)	157,560	157,410	0,1	0,5	2,2

Primeres matèries

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
Índex Bloomberg de primeres matèries	141,2	141,8	–0,4	28,7	32,2
Brent ($/barril)	117,6	103,5	13,6	93,3	81,0
Or ($/unça)	3.874,6	4.157,4	–6,8	–10,3	–3,7

Renda variable

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	7.580,1	7.651,5	–0,9	10,7	11,1
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	6.131,3	6.269,0	–2,2	5,9	7,6
Ibex 35 (Espanya)	18.652,9	19.426,2	–4,0	7,8	16,3
PSI 20 (Portugal)	9.276,1	9.666,8	–4,0	12,3	9,8
Nikkei 225 (Japó)	63.290,1	66.753,7	–5,2	25,7	23,3
MSCI emergents	1.566,6	1.704,9	–8,1	11,6	11,0

La solidesa de l'economia internacional davant un horitzó més complex

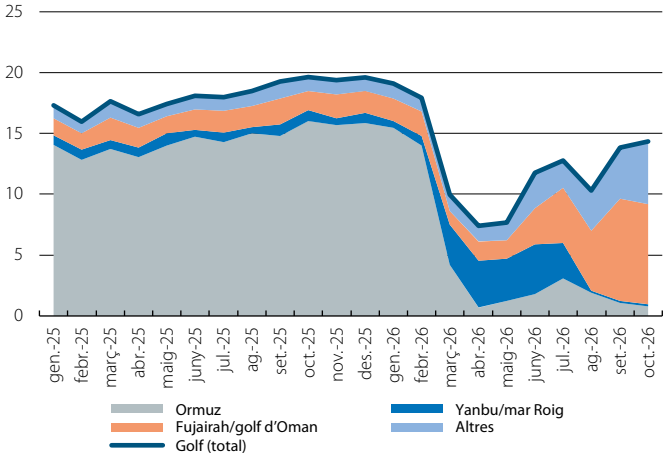
La zona de l'euro sorprèn en positiu en el 3T… El PIB de la zona de l'euro va créixer més del que s'esperava en el 3T 2026 (el +0,4% intertrimestral *vs*. el 0,6% anterior), tot i que la dada va estar condicionada de nou per Irlanda. Sense Irlanda, el PIB de la zona de l'euro va avançar el 0,2% intertrimestral (*vs*. el 0,3% anterior). Malgrat que el creixement es va moderar en relació amb el 2T, va confirmar la continuïtat de la resistència de l'activitat davant el xoc energètic. Per països, l'evolució va ser heterogènia. Espanya va tornar a liderar el creixement entre les grans economies, amb un avanç del 0,6% (vegeu la Conjuntura d'Economia espanyola en aquest informe), mentre que Alemanya va moderar la seva expansió al 0,2%, Itàlia es va estancar i França es va contreure el 0,1%. En conjunt, mentre que la inversió i les exportacions han mostrat més feblesa, el consum manté una evolució més favorable, secundat pel matalàs d'estalvi acumulat en els últims anys. La dada del 3T redueix els riscos a la baixa sobre la nostra previsió anual (l'1,0%), tot i que es manté la perspectiva de desacceleració al final de l'any.

…davant un 4T que s'anticipa «calent». Les dades disponibles donen senyals d'alentiment a l'inici del 4T, en un entorn marcat per l'afebliment de la confiança i per la divergència entre les principals economies de la zona de l'euro. La confiança dels consumidors europeus va tornar a caure a l'octubre, fins als –17,9 punts, molt per sota de la seva mitjana històrica, afectada per l'encariment de l'energia, per la incertesa política i pel temor a un deteriorament del mercat laboral. Les dades de les enquestes empresarials també apunten a una pèrdua d'impuls, tot i que l'activitat es manté en terreny expansiu: el PMI compost de la zona de l'euro va caure 1,4 punts, fins als 51,7, llastat, sobretot, per França, que va recular 2,7 punts, fins als 48,4, amb un deteriorament generalitzat en serveis i en manufactures. Així mateix, amb uns mercats energètics encara condicionats per l'impàs geopolític i per la intermitència dels fluxos des del Pròxim Orient, el repunt dels tipus sobirans davant els dubtes sobre les perspectives fiscals a França i les manifestacions generades pel creixent descontentament social arran de l'augment del cost de la vida afegeixen nous focus de tensió. En aquest context, els països europeus encaren un final d'any més exigent del que es preveia.

La inflació es manté elevada per la pujada dels preus energètics, però la transmissió a la resta de la cistella continua sent continguda. La inflació general de la zona de l'euro ha tornat a repuntar a l'octubre, fins al 4,0% (*vs*. el 3,8% al setembre). La inflació nucli es va mantenir en el 2,5%, la qual cosa apunta a l'estabilitat de les pressions subjacents, tot i que l'encariment de l'energia podria impulsar encara més la inflació en els propers mesos i augmentar el risc de contagi a la resta dels preus. Als EUA, les pressions inflacionistes també s'han intensificat en els últims mesos, amb una pujada de la inflació PCE general (la mètrica de referència per a la Fed) fins al 3,6% interanual (+0,2 p. p.) i de la nucli fins al 3,1% (+0,1 p. p.). El repunt s'explica, en bona part, pel xoc energètic, especialment visible en els combustibles, tot i que es comencen a observar més pressions en alguns serveis. Ara com ara, els efectes indirectes romanen relativament continguts, però la seva

Global: fluxos de cru des del golf Pèrsic

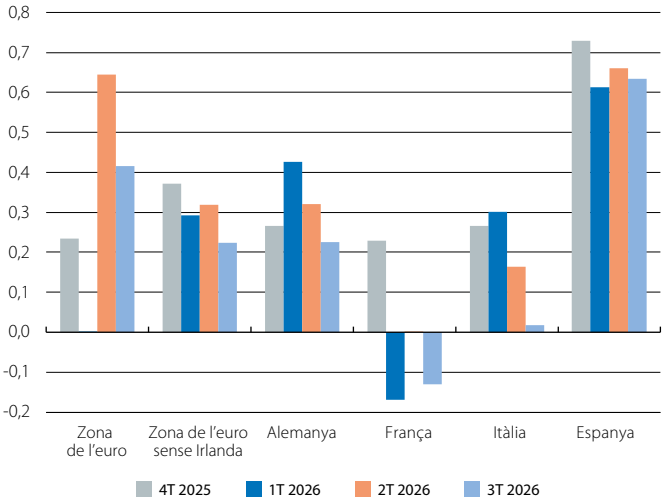
Milions de barrils diaris (mb/d)



Nota: *S'utilitzen mitjanes mensuals. El conflicte al Pròxim Orient ha comportat més opacitat dels fluxos marítims, i les dades més recents poden estar subjectes a revisions.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Vortexa (via Bloomberg).*

Zona de l'euro: PIB

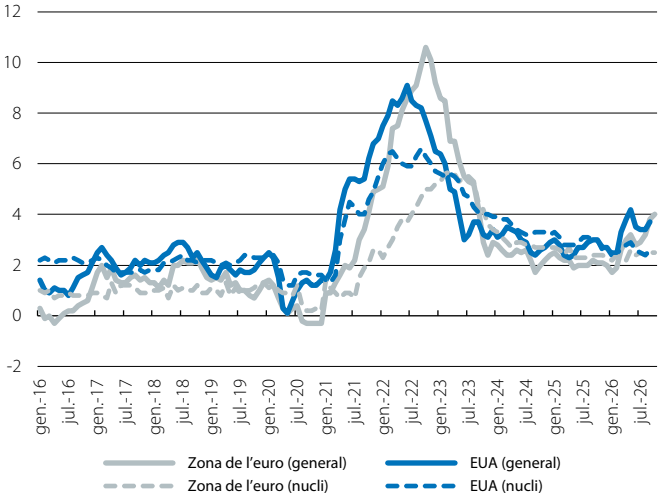
Variació intertrimestral (%)



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

Zona de l'euro i EUA: IPC

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del Bureau of Labor Statistics.*

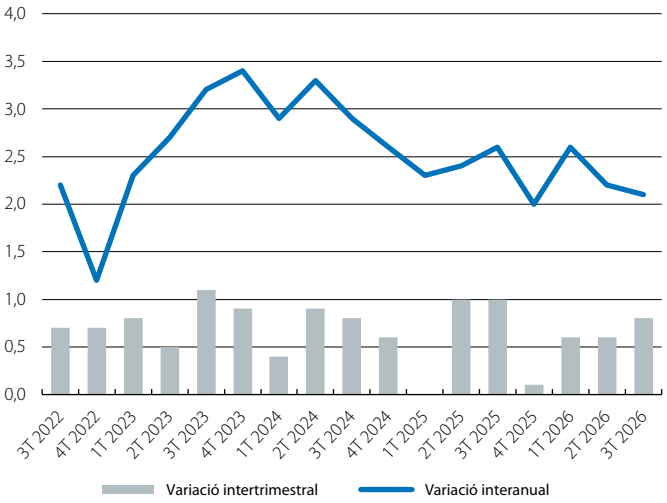
evolució dependrà de la persistència de l'encariment energètic i reforça les expectatives de noves pujades de tipus de la Fed (vegeu la Conjuntura de Mercats financers en aquest informe).

L'economia nord-americana va mostrar dinamisme en el 3T, i els demòcrates segellen una clara victòria a les *midterms*. Als EUA, el PIB va créixer el 0,8% intertrimestral, una acceleració en relació amb el 2T, amb el suport de la fortalesa del consum i de la inversió. De cara al 4T, els indicadors continuen apuntant a una expansió sòlida: el PMI compost va disminuir a l'octubre, però es va mantenir en nivells elevats (57,6 punts), mentre que les enquestes de confiança dels consumidors van oferir senyals dispars. La fortalesa de l'activitat contrasta amb una pèrdua gradual de dinamisme del mercat laboral en els últims mesos. La creació d'ocupació es va moderar fins als 29.000 llocs al setembre, per sota del que esperava el consens d'analistes, i va presentar una mitjana de +51.000 llocs de treballs mensuals en el 3T (*vs*. els +76.000 del 1S). Al mateix temps, la taxa d'atur va repuntar 1 dècima, fins al 4,2%. La desacceleració de l'ocupació continua sent desigual entre sectors, amb més fortalesa en educació i salut, en comerç i en construcció i més feblesa als serveis professionals, financers i d'informació. En aquest context, les eleccions de mig mandat han deixat una clara victòria demòcrata, amb el control de les dues cambres i avanços fins i tot en territoris favorables a Trump el 2024. La nova majoria reforçarà el contrapès a l'Executiu, però anticipa dos anys de bloqueig polític, especialment rellevant davant els elevats desequilibris fiscals. Mentrestant, continua deixant un ampli marge de maniobra en àrees com les polítiques comercial, migratòria i exterior.

Les economies emergents continuen mostrant una fortalesa notable al xoc energètic, encapçalades per la Xina, però amb deures per davant. Al seu informe de tardor, l'FMI va mantenir la seva previsió de creixement global en el 3,1% per al 2026, en relació amb el 3,5% del 2025, en un context que defineix com de «resiliència sota pressió». Els països emergents afronten un escenari particularment reptador, sobretot els importadors d'energia, i, entre aquests, destaquen els països amb menys marge fiscal per respondre a l'efecte d'aquest xoc. D'altra banda, els països més integrats en la cadena tecnològica han mostrat més dinamisme. L'economia xinesa va guanyar impuls en el 3T, amb un creixement del PIB de l'1,2% intertrimestral (*vs*. el 0,9% anterior), i situa el creixement des de l'inici de l'any en la banda baixa de l'objectiu oficial per a enguany (el 4,5%-5,0%). La millora va estar liderada per la indústria, mentre que les exportacions van mantenir un bon dinamisme, amb un creixement pròxim al 30% en el trimestre. Per la seva banda, el consum privat va mantenir un creixement molt feble, i la inversió continua llastada per la crisi immobiliària. Les economies emergents continuen aguantant el xoc energètic millor del que s'esperava, però no sense reptes per davant. Al Brasil, la victòria del president Lula da Silva a la segona volta de les eleccions presidencials va provocar un repunt dels tipus sobirans i una depreciació del real brasiler, que va desfer els moviments viscuts després de la victòria de Bolsonaro en la primera ronda, reflex dels símptomes de la delicada posició fiscal en què es troba el país en un entorn de pujada de tipus d'interès a nivell global. A l'Índia, els indicadors més recents continuen mostrant una activitat sòlida, amb senyals de recuperació de la inversió, però s'anticipa una moderació gradual del creixement el 2027, arran de la pujada de la inflació i de l'enduriment de la política monetària.

EUA: PIB

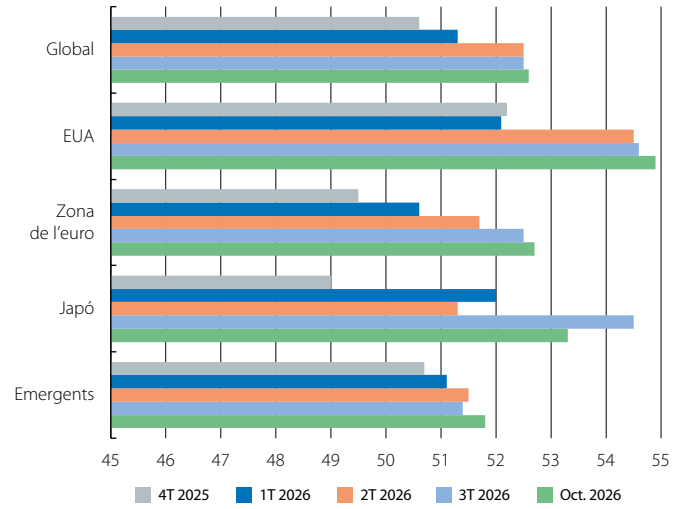
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.*

Global: PMI de manufactures

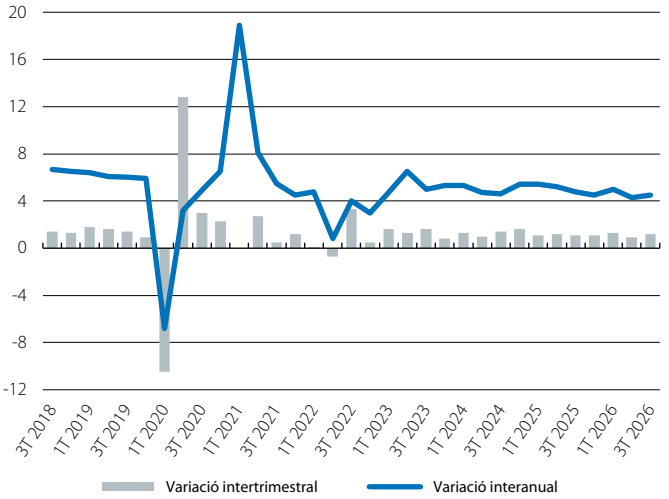
Índex



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

Xina: PIB

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.*

Què podem esperar de la taxa de participació laboral als EUA i a la UE?

L'envelliment de la població planteja reptes importants per al creixement econòmic, però hi ha palanques capaces de mitigar-ne, si més no de forma parcial, els efectes.[1] Entre les principals palanques, destaquen l'impuls de la productivitat i l'augment de la població en edat de treballar mitjançant la immigració.[2] Una altra, relacionada amb el mercat de treball, passaria per intensificar l'ús de la mà d'obra incrementant la participació laboral dels col·lectius encara infrarepresentats. Per valorar el recorregut d'aquesta palanca, analitzem quins factors n'expliquen l'evolució als EUA i a les quatre grans economies de la UE en els 25 últims anys. Els resultats mostren que la demografia, l'educació i els canvis en el comportament laboral han operat amb una intensitat diferent a les dues bandes de l'Atlàntic i que algunes de les forces que van impulsar la participació en el passat comencen a perdre recorregut.

Una descomposició dels factors estructurals

La taxa de participació laboral mesura la proporció de la població que treballa o que busca activament feina. Per identificar els factors que n'expliquen l'evolució, descomponem estadísticament la seva variació en tres components: els canvis en la distribució de la població per edats, les variacions del nivell educatiu dins de cada franja d'edat i els canvis en la participació de les persones del mateix sexe, de la mateixa edat i del mateix nivell educatiu.[3] Aquest últim component recull els canvis en el comportament laboral dins de cada grup i pot incorporar efectes de cohort condicionats, entre altres factors, per les polítiques del mercat laboral, per les reformes de les pensions, per les mesures de conciliació o per les transformacions de la demanda de feina. L'anàlisi utilitza dades de l'OCDE per als homes i per a les dones entre els 25 i els 64 anys als EUA, a Alemanya, a França, a Itàlia i a Espanya. Dins de cada sexe, distingim quatre franges d'edat, de 10 anys cadascuna, i tres nivells educatius (bàsic, intermedi i superior), i en comparem l'evolució en els 25 últims anys.

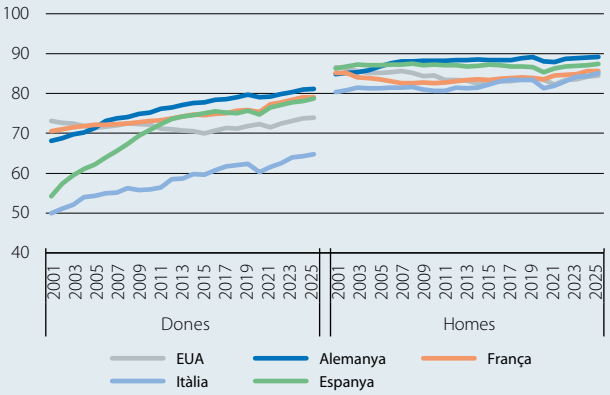
Convergència, però amb motors diferents

L'evolució des del començament del segle mostra una convergència clara de la taxa de participació laboral entre els EUA i les quatre grans economies de la UE, però per camins molt diferents i amb una intensitat diferent al llarg del temps. Entre el 2001 i el 2013, la taxa de participació de la població de 25 a 64 anys va recular als EUA en els dos sexes, mentre que va augmentar als països europeus, principalment a Espanya, seguida d'Alemanya i d'Itàlia, i amb un impuls decisiu entre les dones (vegeu el primer gràfic). D'aquesta manera, es va prolongar la convergència entre les dues àrees iniciada dècades abans.[4] Entre les possibles explicacions de la tendència nord-americana, la literatura ha destacat la menor demanda de treballadors amb determinades qualificacions i el conseqüent desajustament de capacitats, els canvis en l'estructura sectorial de l'ocupació i la major incidència dels problemes de salut o de la discapacitat entre alguns col·lectius.[5]

La descomposició estructural permet precisar els motors d'aquestes trajectòries (vegeu el segon gràfic). Així, per

EUA i països de la UE: taxa de participació laboral per sexe

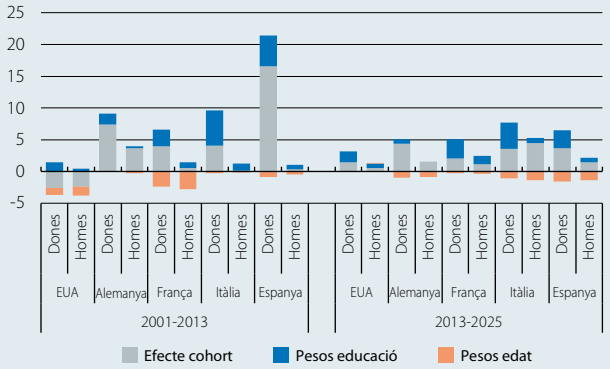
(%)



Nota: *Població de 25 a 64 anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

EUA i països de la UE: taxa de participació laboral per sexe

(Contribucions a la variació en p. p.)



Notes: *Població de 25 a 64 anys. L'efecte cohort recull l'impacte de les variacions sobre la taxa de participació d'un grup de la mateixa franja d'edat i del mateix nivell educatiu.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

1. Vegeu l'article «Efectes de l'envelliment sobre el creixement i palanques per mitigar-lo», al Dossier de l'IM09/2025.
2. Sobre immigració, vegeu el Focus «Migracions i polítiques migratòries: una panoràmica global», en aquest mateix *Informe Mensual*.
3. Seguim la metodologia utilitzada per Fernández Vidaurreta, C. i Martínez Turégano, D. (2018), «Evolución y perspectivas de la tasa de participación en el área del euro: una visión de largo plazo». Boletín Económico, 1/2018, Banc d'Espanya.
4. *Ibídem*.
5. Bengali, L., Daly, M. C., Duzhak, E. A. i Zhao, C. (2025), «Pulled Out or Pushed Out? Declining Male Labor Force Participation», i (2023), «Men's Falling Labor Force Participation across Generations». FRBSF Economic Letter, 2023-26, Federal Reserve Bank of San Francisco.

exemple, entre el 2001 i el 2013, el canvi en la participació dins de grups homogenis d'edat i d'educació va aportar prop de 17 dels 20 p. p. de l'avanç en la taxa femenina agregada a Espanya. Aquest component va explicar també la major part de l'augment femení a Alemanya i a França. Als EUA, en canvi, la contribució dels canvis intragrup va ser negativa per als dos sexes. A Europa, la major propensió a participar de les noves cohorts femenines va estar associada, entre altres factors, als canvis en les decisions sobre natalitat i a la millora de les possibilitats de conciliació entre la vida laboral i la familiar. Entre les dones més grans, també va reflectir l'avanç cap a edats més pròximes a la jubilació de les cohorts que s'havien incorporat massivament al mercat laboral durant les dècades anteriors. La millora de la composició educativa va contribuir positivament a tots els països, en especial entre les dones d'Itàlia, on va ser el principal factor d'impuls, i d'Espanya, mentre que el canvi de l'estructura per edats va tenir ja una aportació negativa generalitzada, més intensa a França i als EUA.

Des de 2013, el patró ha canviat: destaquen el repunt als EUA després de dècades de reculada i una evolució més heterogènia a Europa, on els increments es van alentir a Alemanya i a Espanya, es van accelerar a França i van mantenir una intensitat elevada a Itàlia. La millora va ser generalitzada entre les dones, amb increments compresos entre els 3 i els 6 p. p., mentre que, entre els homes, va destacar un avanç similar al femení a Itàlia, en relació amb augments més moderats a la resta de països. La recuperació nord-americana suggereix que la reculada anterior no responia únicament a forces irreversibles, malgrat que les dades no permeten atribuir el canvi a un únic factor.

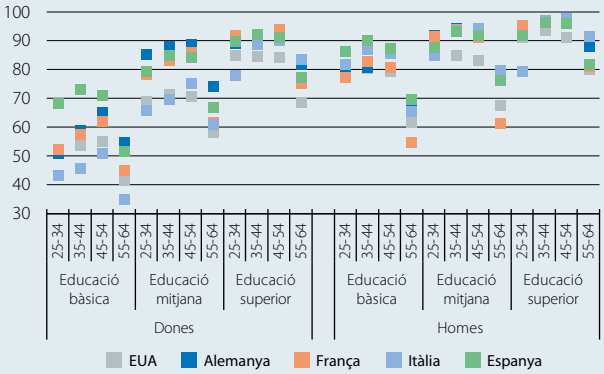
També va canviar la combinació dels factors. Als EUA, la recuperació es va basar tant en una major participació dins dels grups d'edat i d'educació com en la millora educativa, mentre que l'efecte de la composició per edats va ser gairebé neutral. A Europa, la participació dins dels diferents grups va continuar contribuint de forma positiva, amb una especial intensitat entre les dones i, a Itàlia, també entre els homes, mentre que l'envelliment va continuar restant de manera moderada però persistent. Així, mentre que, fins al 2013, la convergència va combinar una Europa en ascens amb una reculada als EUA, amb posterioritat la participació va millorar a les dues bandes de l'Atlàntic, tot i que va fer-ho amb una intensitat continguda i sostinguda per col·lectius i per factors diferents.

Menys vents de cua en el futur i necessitat de polítiques més específiques

Les tendències dels 25 últims anys revelen que encara hi ha un cert marge perquè la participació laboral contribueixi a sostenir l'oferta de treball, però també que no totes les contribucions del passat es podran prolongar amb la mateixa intensitat. La primera limitació procedeix de la demografia. Entre el 2013 i el 2025, el canvi de l'estructura per edats ja va reduir la participació als quatre països europeus i previsiblement exercirà una pressió creixent a mesura que augmenti el pes de les persones de 55 a 64 anys. Aquest efecte podrà

EUA i països de la UE: taxa de participació laboral per sexe, per nivell educatiu i per franja d'edat (2025)

(%)



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

ser compensat de forma parcial mitjançant uns fluxos migratoris que rejoveneixin l'estructura poblacional i una major participació dels treballadors més grans, tot i que aquesta última hauria d'augmentar de manera significativa per contrarestar el pes creixent d'aquest grup poblacional.[6]

La segona limitació afecta l'educació. Atesa la seva major vinculació amb el mercat laboral, l'augment del pes de les persones amb estudis superiors ha incrementat la taxa de participació agregada. No obstant això, aquest vent de cua perdrà intensitat a mesura que les diferents cohorts comptin amb nivells educatius elevats de manera homogènia. Pel mateix motiu, també es moderarà l'efecte del relleu generacional femení a mesura que les cohorts que s'incorporen al mercat laboral s'assemblin més a les precedents en el seu comportament.

El marge restant es concentra, per tant, en col·lectius concrets (vegeu el tercer gràfic). El 2025, la bretxa en la taxa de participació entre els homes i les dones de 25 a 64 anys encara superava els 20 p. p. a Itàlia i se situava al voltant dels 10 p. p. als EUA i a Espanya. També hi ha recorregut entre les persones de 55 a 64 anys, sobretot a França i als EUA, que mostraven, de mitjana, taxes de participació inferiors en més de 10 p. p. a les d'Alemanya. Les polítiques hauran d'incidir en els obstacles específics de cada col·lectiu mitjançant mesures de conciliació, incentius per acostar l'edat efectiva de jubilació a la legal, fórmules d'ocupació més flexibles i formació adaptada a les diferents etapes de la vida laboral.

Als EUA, la recuperació observada des del 2013 també pot trobar límits en els propers anys. Les projeccions del Bureau of Labor Statistics anticipen una lleugera reducció de la participació de la població de 25 a 54 anys entre el 2024 i el 2034, tot i que preveuen nous augments entre les persones de 55 a 64 anys, en especial entre les dones.[7] A això s'afe-

6. Vegeu una anàlisi detallada per a Espanya al Focus «L'envelliment de la població activa: un repte per a Espanya i per a Europa», en aquest mateix *Informe Mensual*.
7. Bureau of Labor Statistics (2025), «Civilian Labor Force Participation Rates by Age, Sex, Race, and Ethnicity, 2004, 2014, 2024 and Projected 2034».

geix l'enduriment migratori sota la segona Administració Trump. D'acord amb la desacceleració dels fluxos, el creixement de la població activa nascuda a l'estranger, que representa prop d'una cinquena part de la força laboral nord-americana, s'ha moderat des del 2025.[8] Ara com ara, la participació agregada de les edats centrals es manté estable, però oculta senyals de feblesa en alguns segments, inclosa una menor propensió a participar entre la població nascuda a l'estranger.[9] Així i tot, encara és aviat per aïllar els efectes de les restriccions migratòries dels derivats de l'actualització anual de les estimacions poblacionals i de l'envelliment de fons.[10]

En definitiva, el marge per incrementar la participació a les dues bandes de l'Atlàntic existeix, però serà més estret i estarà més concentrat que durant les últimes dècades. La millora haurà de procedir cada vegada menys de grans transformacions socioeducatives i més de polítiques dirigides a les dones als països amb bretxes àmplies, a la població amb menys formació i als treballadors pròxims a la jubilació. Fins i tot si tenen èxit, aquestes polítiques només esmorteiran de forma parcial l'impacte de l'envelliment, de manera que caldrà complementar-les amb l'impuls de la productivitat i amb una gestió dels fluxos migratoris que contribueixi a sostenir el creixement de la població disponible per treballar.

David Martínez Turégano

8. Vegeu el Focus «Polítiques migratòries Trump 2.0: el final de l'*American Dream*?», a l'IM10/2026.
9. Bengali, L., Chen, I., New-Schmidt, A. i Petrosky-Nadeau, N. (2026), «The Recent Slowdown in Labor Supply and Demand». FRBSF Economic Letter, 2026-02, Federal Reserve Bank of San Francisco.
10. Bick, A. (2026), «What's Behind the Sharp Drop in Labor Force Participation?». Federal Reserve Bank of St. Louis.

Migracions i polítiques migratòries: una panoràmica global

Els fluxos migratoris han respost històricament a necessitats humanes: conflictes armats, violència contra determinats grups, desastres naturals o, en la majoria dels casos, simplement la cerca de millors oportunitats. En moure's des de regions o des de països menys desenvolupats cap a uns altres en un situació econòmica millor, un migrant, aprofitant l'existència de millors institucions, de mercats i de tecnologies i d'un entorn menys incert, pot aconseguir millors condicions de vida i fer un ús més productiu del seu temps i del seu talent.[1] A més de produir efectes positius a nivell individual i al territori d'acollida, les migracions també generen oportunitats de desenvolupament considerables al país d'origen, per exemple, a través de les remeses als familiars, de les inversions o de les transferències de coneixement. No obstant això, com succeeix amb el comerç de béns i de serveis o amb la mobilitat de capital, el desplaçament de persones produeix efectes distributius i comporta importants reptes per a les polítiques públiques.

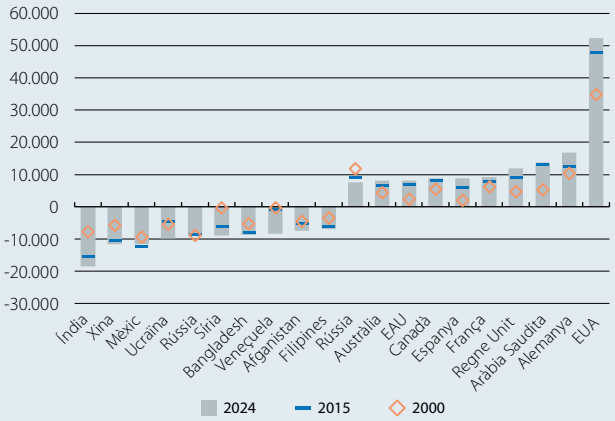
Tendències recents i patrons geogràfics

Des de l'inici del segle, els fluxos migratoris han continuat creixent a nivell global i el món compta ja amb més de 300 milions de persones que viuen fora del seu país d'origen (dades per al 2024, any més recent disponible).[2] Malgrat que els principals països d'origen i destinació dels fluxos migratoris no han canviat de forma substancial, convé destacar alguns trets rellevants (vegeu el primer gràfic). D'una banda, els EUA han estat la principal destinació dels fluxos migratoris a nivell global, amb més de 50 milions de migrants el 2024. A més a més, han crescut de manera substancial destinacions com l'Aràbia Saudita, els Emirats Àrabs Units, el Regne Unit o Espanya. D'altra banda, destaca el creixement de l'Índia com a principal origen dels migrants internacionals a nivell global, però també cal esmentar el repunt dels fluxos migratoris des de països afectats per conflictes o per crisis humanitàries, com Ucraïna, Síria o Veneçuela.[3] Aquesta panoràmica global amaga un fort component geogràfic, com ho il·lustren algunes de les principals rutes migratòries, com els corredors Mèxic-EUA, Síria-Turquia o entre països centreasiàtics i la zona del Golf. La majoria dels migrants i dels desplaçats es traslladen a països pròxims per facilitat d'accés, per familiaritat amb la destinació i per la rapidesa a l'hora de trobar seguretat.[4]

1. Prop del 70% dels treballadors migrants a nivell global es troben en economies avançades.
2. Segons l'últim informe de l'Organització Internacional per a les Migracions (OIM) (2026), «Informe sobre les Migracions al Món 2026», això correspon gairebé al 4% de la població mundial el 2024, en comparació amb els 175 milions de migrants del 2000 (una mica menys del 3% de la població).
3. Les dades de les Nacions Unides apunten a uns 2,5 milions de persones refugiades amb necessitat de reassentament enguany, en relació amb menys d'1 milió el 2015.
4. OIM (2026), *op. cit.*, tercer capítol.

Top 10 *de països d'origen i destinació migratòria*

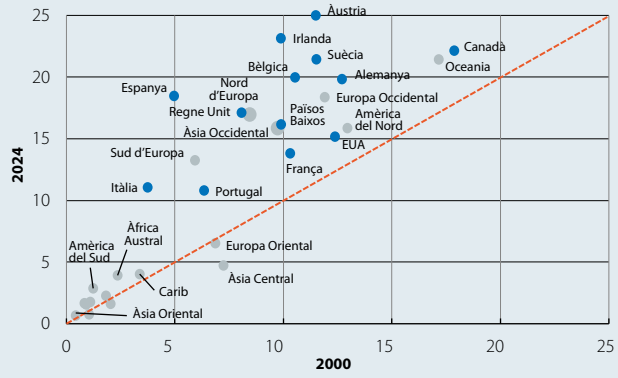
(Milers de persones)



Nota: Stock acumulat de població migrant en la data indicada.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de les Nacions Unides.*

Migrants internacionals per país o per regió receptora

(% de la població total)



Nota: *Els marcadors grisos es corresponen amb macroregions i els blaus, amb països seleccionats.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de les Nacions Unides.*

Els elevats fluxos migratoris durant els 25 últims anys, juntament amb el procés d'envelliment en les economies desenvolupades,[5] han comportat un increment significatiu del pes de la població nascuda a l'estranger en aquests països (vegeu el segon gràfic). En el conjunt de les economies avançades, l'increment mitjà entre el 2000 i el 2024 es va situar en els 6 p. p. Així mateix, Europa, l'Amèrica del Nord i Oceania es continuen situant entre les principals destinacions dels migrants internacionals, amb poblacions migrants superiors al 15% de la població. Per països, els augments més significatius des de l'inici del segle s'han concentrat en alguns països europeus, com Àustria, Espanya, Suïssa, Suècia, Bèlgica o el Regne Unit, tots amb augments pròxims o superiors a 10 p. p., en termes del pes dels migrants internacionals en la població.

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

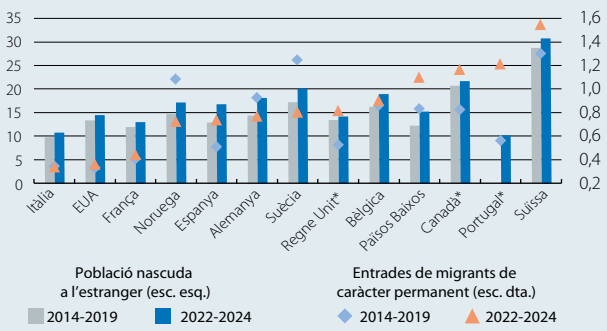
Al conjunt de l'OCDE, malgrat una lleugera desacceleració el 2024, els fluxos de migració han assolit màxims en els últims anys, pròxims als 6 milions d'entrades anuals. Mentre que les entrades per treball gairebé s'han duplicat des del període prepandèmia, fins a superar el milió d'entrades, els motius familiars han continuat sent la principal via d'entrada, i s'ha vist un creixement sostingut en les entrades per raons humanitàries.[6] Aquestes tendències migratòries s'han accelerat en el període 2022-2024 en països com Espanya, Portugal, els Països Baixos, el Regne Unit o el Canadà, mentre que, a Alemanya, a Suècia o a Noruega, es van frenar des dels màxims del 2014-2019 (vegeu el tercer gràfic).[7]

Polítiques públiques davant el repte migratori: implicacions futures

En aquest context, s'han observat canvis importants en les polítiques migratòries als països de l'OCDE. Alguns han fixat objectius explícits de reducció dels fluxos d'immigració i han endurit en especial les condicions per als sol·licitants d'asil i de reunificació familiar, a més de limitar l'accés als beneficis socials.[8] En paral·lel, les vies de migració laboral s'han tornat més selectives i més orientades cap a les necessitats productives de cada país. Així mateix, davant uns mercats laborals tensionats, s'ha observat, en els últims anys, una ràpida expansió dels sistemes de quotes i el desenvolupament de llistes d'ocupacions deficitàries.[9]

En matèria d'integració, la tendència dominant és vincular cada vegada més les polítiques d'acolliment a la participació laboral. Diversos països han reforçat els mecanismes de reconeixement de les qualificacions obtingudes a l'estranger i han ampliat l'oferta dels programes de formació i d'inserció destinats als col·lectius més vulnerables, com les dones migrants. Malgrat que alguns països estan ampliant els marcs d'integració, uns altres han introduït més exigències per als nouvinguts, la qual cosa reflecteix una tendència general cap a sistemes més restrictius i més orientats als resultats econòmics.

OCDE: stock i fluxos de migrants internacionals



Notes: ** Els països indicats tenen dades incompletes de població nascuda a l'estranger. En el cas del Regne Unit, l'última dada disponible fa referència a l'any 2021. En el cas del Canadà, només hi ha dades disponibles per als anys 2016 i 2021. En el cas de Portugal, només hi ha dades per a l'any 2021. Les estadístiques de població nascuda a l'estranger són elaborades a partir de dades aportades pels corresponsals nacionals de l'OCDE i segueixen definicions i metodologies nacionals, motiu pel qual la comparabilitat entre països és limitada. Les estimacions anuals d'entrades d'immigrants permanents als països de l'OCDE es basen en dades de permisos i de visats concedits als estrangers, recopilades per les oficines estadístiques nacionals i pels ministeris i inclouen diferents motius de migració (treball, família, raons humanitàries o altres) i estimacions de lliure mobilitat dels migrants.*

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

Així mateix, els principals països de destinació dels fluxos migratoris globals tracten de trobar un nou equilibri entre les necessitats estructurals d'immigració i una pressió política creixent per controlar aquests fluxos. Malgrat que l'escassetat de mà d'obra, l'envelliment demogràfic i la competència global pel talent continuen impulsant la demanda estructural, s'estan adoptant polítiques més selectives que endureixen l'accés i vinculen cada vegada més la immigració a les necessitats dels mercats, i les polítiques d'integració estan evolucionant des d'enfocaments centrats en l'acollida cap a models que prioritzen la contribució econòmica dels nouvinguts.

Aquesta evolució reflecteix una transformació més profunda del fenomen migratori global. Si les migracions s'han explicat històricament per factors humanitaris o per diferències de renda entre territoris, avui se situen al centre de debats sobre creixement econòmic, envelliment poblacional i sostenibilitat dels sistemes de benestar. Davant aquest nou escenari, la gestió a nivell nacional dels fluxos migratoris continuarà sent clau, però requerirà l'adaptació d'un ampli espectre de polítiques públiques i el reforç de la cooperació internacional. Polítiques més restrictives poden alterar els patrons migratoris, però difícilment eliminaran els factors estructurals que impulsen la mobilitat internacional i els reptes que genera.

Luís Pinheiro de Matos

6. El 2024, s'han assolit 3 milions de noves sol·licituds d'asil presentades als països de l'OCDE, més del doble que el 2019. Aquest increment ha estat impulsat, sobretot, pels EUA (1,7 milions), però també pel Canadà i pel Regne Unit, mentre que el nombre de sol·licituds va disminuir al conjunt de la UE.
7. Si es mantenen les tendències observades entre el 2019 i el 2024, alguns països de l'OCDE, com Alemanya, Espanya o el Canadà, superarien el 20% de la població nascuda a l'estranger abans del 2030, mentre que França, Itàlia, el Regne Unit i els EUA s'acostarien al 15%. Segons les dades de l'OCDE, el 2024, residien a Espanya 8,8 milions de persones nascudes a l'estranger, xifra corresponent al 18,1% de la població. Segons les dades de l'INE, al final del 2024, residien a Espanya prop de 9,5 milions de persones nascudes a l'estranger, o el 19,3% de la població. L'última dada disponible (juliol del 2026) apunta a uns 10,3 milions de persones residents a Espanya nascudes a l'estranger, o el 20,7% de la població (dades provisionals, Estadística contínua de població, INE).
8. Vegeu, per exemple, Real Instituto Elcano (2026), «La aplicación del Pacto Europeo de Migración y Asilo: hacia políticas más restrictivas», i el focus «Polítiques migratòries Trump 2.0: el final de l'*American Dream*?», a l'IM10/2026.
9. A més a més, s'ha observat un enfocament en el desenvolupament de mecanismes de migració temporal i adreçats a treballadors amb qualificacions elevades. Vegeu OCDE (2025), «International Migration Outlook 2025».

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

ESTATS UNITS

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Activitat									
PIB real	3,0	2,3	2,0	2,6	2,2	2,1	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	2,3	4,1	3,4	3,6	4,5	4,6	4,8	5,0	...
Confiança del consumidor *(valor)*	104,5	96,1	94,2	90,7	92,2	87,7	88,6	84,2	91,7
Producció industrial	–0,7	1,1	1,6	0,8	1,5	1,7	1,6	2,2	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	48,2	48,9	48,2	52,6	53,3	54,9	54,6	54,5	55,5
Habitatges iniciats *(milers, mitjana mensual)*	1.370	1.356	1.323	1.418	1.345	1.293	1.288	1.221	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(índex)*	330	339	341	343	344	...	347	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	4,0	4,3	4,5	4,3	4,3	4,1	4,1	4,2	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	60,1	59,8	59,7	59,3	59,1	59,1	59,1	59,2	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–3,3	–3,1	–2,5	–2,3	...	–2,5	...	...
Preus									
Inflació general	3,0	2,7	2,7	2,7	3,9	3,5	3,4	3,7	...
Inflació nucli	3,4	2,9	2,6	2,5	2,7	2,5	2,4	2,6	...

JAPÓ

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Activitat									
PIB real	0,1	1,2	0,4	0,6	0,9	...	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	37,2	34,7	36,7	36,9	33,2	35,3	35,5	35,4	35,0
Producció industrial	–3,0	0,1	–1,3	1,2	1,9	3,2	2,7	3,1	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	12,8	13,5	15,0	17,0	22,0	24,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	2,4	2,5	2,4	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–1,0	–0,6	–0,4	–0,3	–0,2	...	–0,4	...	...
Preus									
Inflació general	2,7	3,2	2,5	1,4	1,5	2,0	1,9	2,1	...
Inflació subjacent	2,5	3,0	3,0	2,5	1,8	2,1	2,0	2,4	...

XINA

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Activitat									
PIB real	5,0	5,0	4,5	5,0	4,3	4,5	–	–	–
Vendes al detall	3,3	3,8	0,7	2,4	0,2	0,7	0,4	1,1	...
Producció industrial	5,6	5,9	5,0	6,0	4,6	5,1	5,2	5,5	...
PMI manufactures (oficial)	49,8	49,6	49,4	49,6	50,2	49,7	49,8	50,1	49,3
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	997	1.186	1.186	1.178	1.180	1.257	1.212	1.257	...
Exportacions	4,6	5,5	3,8	14,5	20,0	28,2	24,7	36,1	...
Importacions	1,0	0,3	3,7	22,7	29,5	29,0	28,2	31,0	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,1	0,6	0,8	1,1	0,7	0,8	0,9	...
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	7,1	6,9	6,8	6,7	6,7	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	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,3	2,4	2,4	2,0	1,4	...	0,8	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	–2,9	1,6	1,9	–1,8	0,0	...	–1,1	...	...
Confiança del consumidor	–12,6	–13,4	–12,9	–13,7	–19,0	–16,1	–15,6	–16,8	–17,9
Sentiment econòmic	95,9	95,9	97,1	98,1	94,5	97,6	98,2	97,5	96,9
PMI manufactures	45,9	49,1	49,5	50,6	51,7	52,5	52,7	52,9	52,7
PMI serveis	51,5	51,3	53,0	51,2	48,2	52,1	51,6	53,0	51,4
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,0	0,7	0,7	0,5	...	...	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,4	3,7	3,9	3,9	3,9	4,1	4,1	4,1	...
França *(% pobl. activa)*	7,4	7,7	8,0	8,1	8,3	8,4	8,3	8,5	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	6,6	6,0	5,7	5,6	5,8	6,2	6,2	6,3	...
PIB real *(variació interanual)*	1,2	1,3	1,1	0,6	1,2	1,3	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	0,0	0,3	0,3	0,6	1,0	1,2	–	–	–
França *(variació interanual)*	1,4	0,9	1,1	0,8	0,5	–0,1	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	0,9	0,7	0,9	0,9	1,0	0,8	–	–	–

Preus

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
General	2,4	2,1	2,1	2,0	3,0	3,3	3,3	3,8	4,0
Nucli	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,5	2,4	2,5	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	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Saldo corrent	3,0	2,1	2,1	2,1	2,0	...	1,9	...	...
Alemanya	5,8	4,4	4,4	4,3	4,4	...	4,5	...	...
França	–0,3	–0,4	–0,4	–0,3	–0,1	...	–0,5	...	...
Itàlia	0,8	0,7	0,7	0,8	0,5	...	0,5	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**94,5**	**96,4**	**97,8**	**97,6**	**97,1**	**96,9**	**97,2**	**97,1**	**95,5**

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	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	0,8	2,7	3,0	3,0	3,8	4,3	4,2	4,2	...
Crèdit a les llars[2,3]	0,5	2,2	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	4,9	3,4	3,3	3,3	3,4	3,5	3,4	3,6	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	4,6	3,7	3,5	3,5	3,6	3,8	3,9	3,9	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	–3,9	5,0	5,4	5,2	3,9	3,0	3,0	2,7	...
Altres dipòsits a curt termini	12,4	–0,1	–1,0	–0,2	1,7	4,1	4,1	4,6	...
Instruments negociables	20,0	7,7	0,9	0,8	2,7	6,0	6,6	7,1	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	3,0	1,9	1,8	1,8	1,9	2,2	2,1	2,3	...

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 malgrat la incertesa i el xoc energètic

L'economia espanyola afronta el complex context actual, marcat per les tensions energètiques i per la incertesa geopolítica global, des d'una posició de fortalesa. Manté un creixement sòlid amb una composició positiva, amb un protagonisme especial del consum privat, de la inversió i de les exportacions de serveis. Per la seva banda, l'elevat estalvi acumulat permet a les llars esmorteir les tensions inflacionistes i limitar, de moment, el seu impacte sobre la despesa en consum (vegeu el Focus «Les llars mantenen un estalvi elevat malgrat el xoc inflacionista», en aquest mateix informe). A més a més, l'economia continua mostrant capacitat per generar ocupació, tot i que la regularització extraordinària d'immigrants dificulta la valoració de la veritable fortalesa del mercat laboral.

L'economia espanyola continua avançant amb força, amb el suport de la demanda interna. El PIB va créixer el 0,6% intertrimestral en el 3T 2026, d'acord amb les previsions de CaixaBank Research i amb prou feines 1 dècima per sota del trimestre anterior. Així, continua superant el creixement de la zona de l'euro, que, sense Irlanda, es va situar en el 0,2%. En termes interanuals, la taxa es va accelerar 1 dècima, fins al 2,7%. Per components, el creixement intertrimestral del PIB s'explica, fonamentalment, pel dinamisme de la demanda interna, que va aportar 0,5 p. p. Aquest avanç es va basar en el consum, que va créixer el 0,6% en el cas del privat i el 0,9% en el del públic, i en la inversió empresarial, que va avançar el 0,7%.

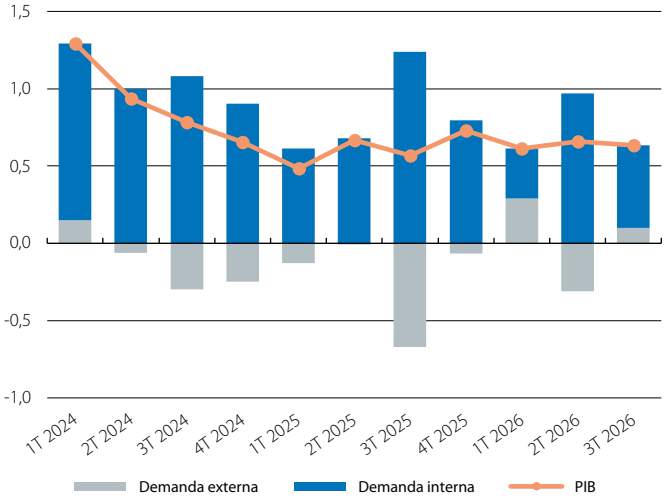
Per la seva banda, la demanda externa va aportar 0,1 p. p. al creixement intertrimestral del PIB. Aquest comportament és degut a la major embranzida de les exportacions, que creixen l'1,3%, i on continuen destacant els serveis, tant turístics com no turístics, en relació amb l'1,1% de les importacions.

L'economia manté un to favorable, tot i que mostra alguns signes de moderació. La informació disponible per al 4T encara és molt escassa, tot i que continua sent compatible amb una prolongació del creixement a un ritme una mica més moderat. En positiu, el PMI del sector manufacturer es va orientar a l'alça a l'octubre i va assolir els 52,2 punts, el registre més alt des de l'agost de l'any passat, i el de serveis, tot i que encara no està disponible la lectura de l'octubre, es troba en màxims des del 2021. En canvi, les vendes al detall en termes reals van anotar, al setembre, una caiguda de l'1,4% interanual, la qual cosa augmenta l'evidència que les tensions inflacionistes comencen a passar factura sobre les decisions de despesa de les llars.

L'evolució del mercat laboral es manté positiva, però la regularització extraordinària continua dificultant-ne la lectura. Segons l'EPA, la creació d'ocupació es va esmorteir en el 3T. L'ocupació va augmentar en 73.600 persones, per sota del que és habitual en aquest període (al voltant de 150.000 persones entre el 2023 i el 2025). En termes desestacionalitzats, el creixement va ser del 0,3% intertrimestral, en relació amb el 0,5% del trimestre anterior. Mentrestant, l'avanç de l'afiliació es manté molt elevat, impulsat per la regularització extraordinària. Cap a la meitat d'octubre, mostra un augment en les dues últimes quinzenes, en termes

Espanya: PIB

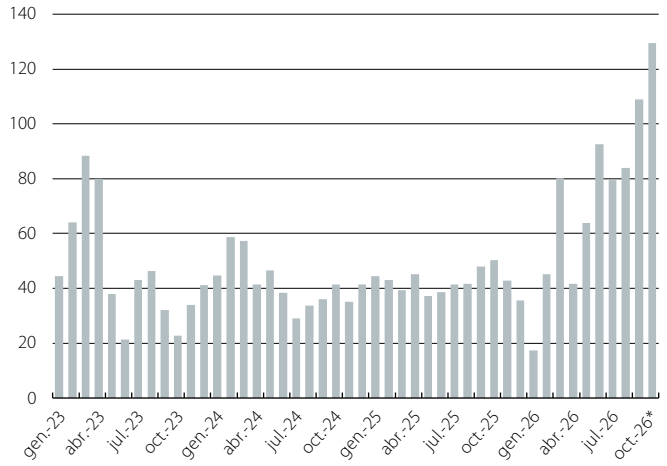
Variació intertrimestral (%) i contribucions (p. p.)



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social

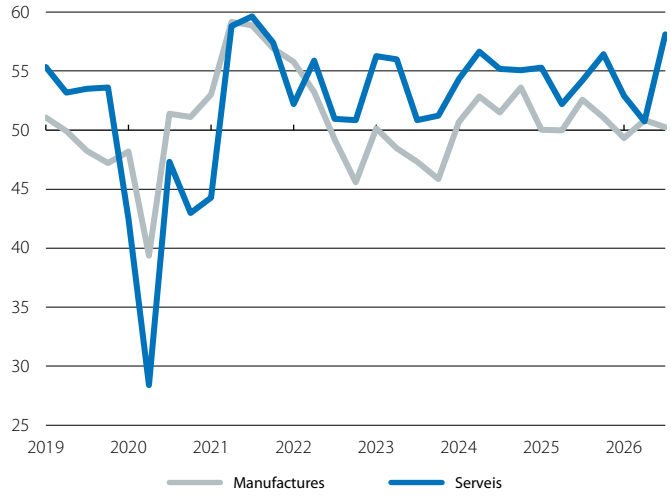
Variació intermensual (milers)



Notes: *Dades desestacionalitzades. * Dada provisional.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions.*

Espanya: PMI

Nivell (mitjana trimestral)



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

desestacionalitzats, de 129.481 afiliats, el major increment des del juny del 2021 i molt per damunt de la mitjana mensual en el 3T (90.748).

Pel que fa a l'efecte de la regularització sobre l'ocupació, és difícil quantificar-ne l'impacte a través de l'EPA, ja que recull la situació laboral efectiva dels individus, amb independència que l'ocupació estigui formalitzada administrativament. Així i tot, es poden apreciar alguns indicis d'un augment d'ocupats estrangers, que, en el 3T, representaven el 16,8% del total, 1 punt més que en el 1T, abans de posar-se en marxa el procés. L'impacte és molt més visible en els registres d'afiliació. Des de l'inici d'enguany fins al 30 de setembre, els afiliats estrangers han augmentat en 576.188 persones, en relació amb els 211.457 del mateix període del 2025. D'aquest increment, 421.306 afiliats (el 73,1%) estarien relacionats amb el procés de regularització. En paral·lel, s'observa una moderació clara de l'augment dels afiliats espanyols, que amb prou feines creixen en 108.103 persones, en relació amb unes 210.000 un any abans. En qualsevol cas, encara cal determinar quina part de l'increment de l'afiliació estrangera respon a la creació efectiva de nous llocs de treball i quina part a l'aflorament de relacions laborals preexistents que romanien en l'economia informal.

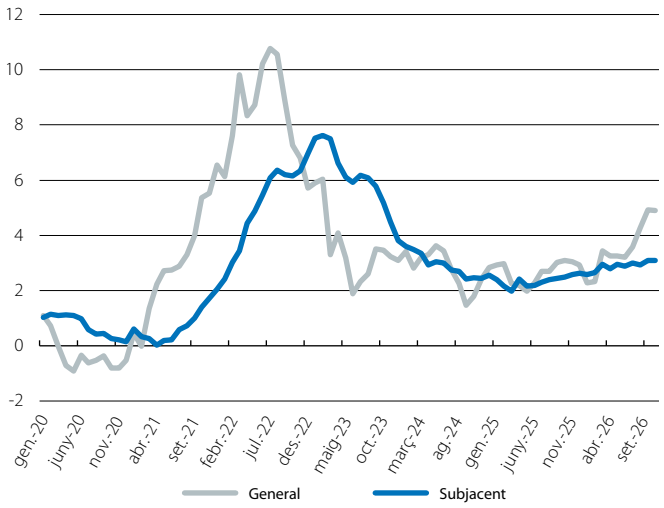
L'energia manté la inflació en nivells elevats. Segons l'indicador avançat de l'IPC, la inflació general es va situar a l'octubre en el 4,9%, la mateixa taxa del mes anterior, mentre que la subjacent, que exclou l'energia i els aliments no elaborats, també es va estabilitzar en el 3,1%. En un context en què els preus del petroli i del gas romanen molt tensionats, l'abaratiment dels carburants, gràcies a les bonificacions, contraresta el repunt de la inflació dels serveis, impulsat pel turisme. Així i tot, l'augment dels preus de l'energia durant el mes d'octubre ha estat superior al que preveiem i imprimeix riscos a l'alça sobre les nostres previsions d'inflació.

La fortalesa de la balança de serveis contrasta amb el deteriorament del saldo comercial. El saldo de la balança per compte corrent fins a l'agost, en termes acumulats de 12 mesos, va presentar un superàvit del 2,6% del PIB, 0,6 punts menys que en el conjunt del 2025, però encara per damunt dels registres prepandèmia (el 2,1% el 2019). D'una banda, el dèficit comercial es va ampliar fins al 3,4% del PIB (el –3,0% el 2025), ja que la contenció del dèficit energètic, que es va estabilitzar en l'1,7% del PIB, contrasta amb el fort deteriorament del dèficit de béns no energètics (el –1,7% *vs.* el –1,2%), llastat, principalment, per les balances d'automòbil i de béns d'equipament. En canvi, els serveis continuen generant superàvits elevats: els no turístics consoliden el seu creixent protagonisme (el 2,6% del PIB, igual que l'any passat), i el turisme manté registres històrics (el 4,3% per tercer any consecutiu).

Les compravendes d'habitatge es frenen, però el mercat continua molt tensionat. Les compravendes acumulen un descens interanual del 2,3% entre el gener i l'agost. El deteriorament de l'accessibilitat, l'efecte graó en relació amb l'excel·lent 2025 i les perspectives d'enduriment de les condicions financeres expliquen aquesta normalització, tot i que el volum d'activitat continua sent històricament elevat, amb unes 700.000 transaccions en els 12 últims mesos. Pel costat de l'oferta, els visats d'obra nova han crescut l'11% en els 12 últims mesos, però aquest avanç continua sent insuficient per tancar la bretxa amb la demanda. Els preus, per la seva banda, han moderat el ritme de creixement en els últims trimestres, tot i que el persistent desequilibri entre l'oferta i la demanda els continuarà impulsant.

Espanya: IPC

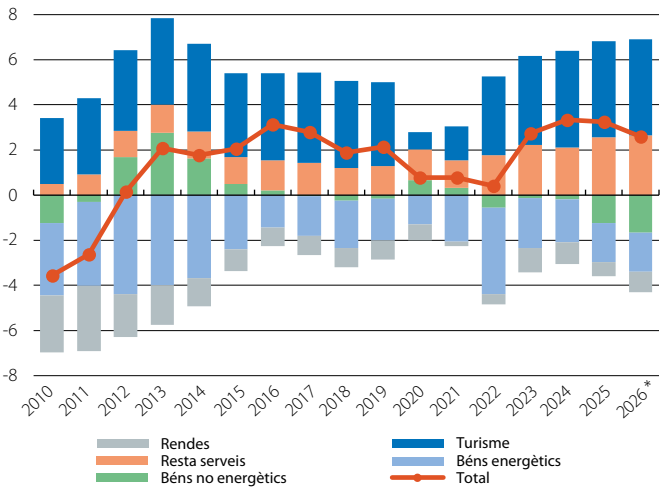
Variació interanual (%)



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

Espanya: balança per compte corrent

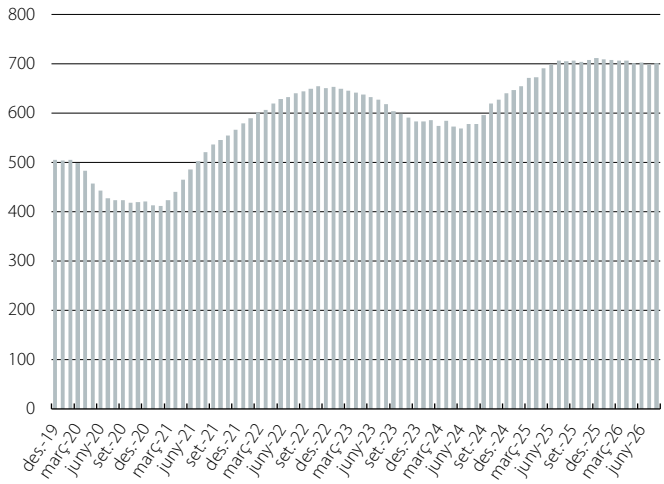
(% del PIB)



Notes: ** Dades acumulades de 12 mesos fins a l'agost. Dades de béns segons la classificació CUCI.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

Espanya: compravenda d'habitatges

(Milers)



Nota: *Dades acumulades de 12 mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

L'envelliment de la població activa: un repte per a Espanya i per a Europa

El mercat laboral espanyol travessa un bon moment, amb un creixement de l'ocupació superior al 2% interanual i xifres rècord d'ocupació: 22,85 milions d'ocupats, segons l'EPA del 3T. No obstant això, rere aquesta evolució positiva emergeix un repte de caràcter estructural que condicionarà cada vegada més el creixement econòmic: l'envelliment de la població activa. En aquest article, analitzem els canvis en l'estructura per edats de la força laboral, identifiquem els segments que estan guanyant o perdent pes dins el mercat laboral i comparem la situació d'Espanya amb la del conjunt d'Europa.[1]

La població activa ha augmentat el 8,8% des del 2019 (una mica més de 2 milions de persones), però la seva composició per edats ha canviat de manera significativa. Com s'observa al primer gràfic, la distribució s'ha desplaçat clarament cap a la dreta. Així, mentre que la població activa entre els 25 i els 54 anys –el grup d'edat que concentra les taxes de participació laboral més elevades– ha crescut en 276.000 persones, un discret 1,6%, la de més grans de 55 anys ha augmentat en més d'1,4 milions, el 35,3%.

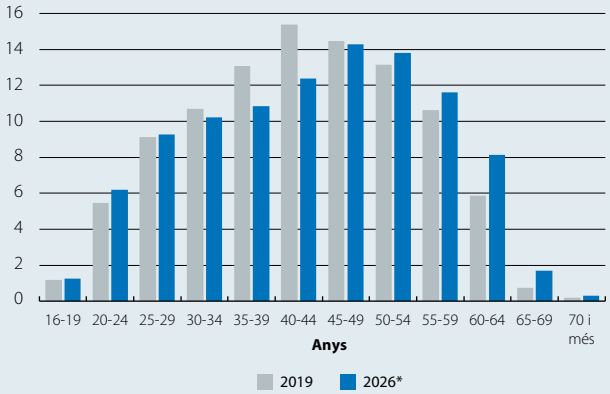
Una altra manera de veure-ho és calcular l'edat mitjana de la població activa,[2] que ha passat de 42,6 anys el 2019 a 43,5 el 2026. Tot i que aquest comportament és generalitzat entre les principals economies europees (vegeu el segon gràfic), Espanya és un dels països on l'envelliment és més intens, per darrere d'Itàlia, mentre que Alemanya i França presenten una evolució una mica més moderada.

Si desglossem l'evolució per nacionalitats, s'observa que el gros dels nous actius són estrangers, més d'1,2 milions, la qual cosa representa un creixement del 41,3%. En canvi, l'increment dels actius espanyols és només de 149.000, el 0,8%. La resta correspon a les persones amb doble nacionalitat. En qualsevol cas, l'envelliment afecta els dos col·lectius: per als espanyols, l'edat mitjana ha passat de 43 a 43,9 anys. Els estrangers, malgrat que, de mitjana, continuen sent més joves, també han envellit: la seva edat mitjana ha augmentat de 39,4 anys el 2019 a 40,8 el 2026.

Atès que el creixement d'una economia depèn, entre altres factors, de l'evolució de la seva força laboral, la jubilació de cohorts cada vegada més nombroses pot limitar l'expansió de la població activa i, de retruc, el creixement

Espanya: distribució de la població activa total per trams d'edat

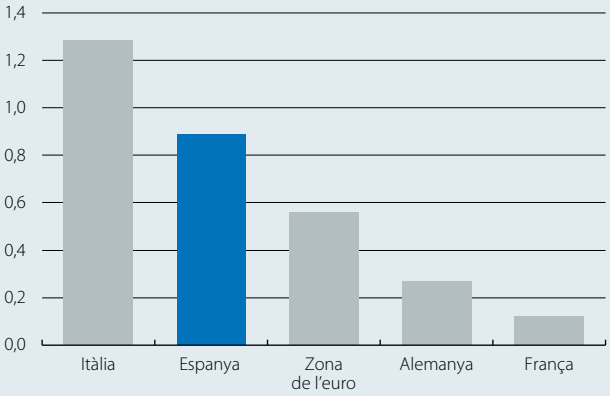
(% sobre el total)



Notes: *Dades en mitjana anual. * Mitjana de quatre trimestres fins al 2T.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Europa: variació de l'edat mitjana de la població activa total entre el 2019 i el 2026*

(Anys)



Notes: *Dades en mitjana anual. * Mitjana de quatre trimestres fins al 2T.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

econòmic. Per mitigar aquest efecte hi ha dues vies principals: augmentar la població en edat de treballar –la immigració pot ser una via per aconseguir-ho– i incrementar la taxa d'activitat. No obstant això, el marge d'aquesta segona via és limitat. En les edats centrals, entre els 25 i els 54 anys, la taxa d'activitat ja s'aproxima al 90%, tant a Espanya com als països del nostre entorn (vegeu el tercer gràfic). Hi ha més recorregut entre els joves i entre els treballadors de més edat, tot i que difícilment assoliran els nivells de participació de les edats centrals.[3]

1. Vegeu, per a una visió complementària enfocada a entendre els motius darrere dels canvis en la taxa de participació laboral als EUA i a les quatre principals economies de la UE, el Focus «Què podem esperar de la taxa de participació laboral als EUA i a la UE? », en aquest mateix informe.
2. L'EPA proporciona les dades per grups d'edat en rangs de cinc anys, per la qual cosa en cada tram assignem la mateixa edat (el valor mitjà del tram) a tots els actius, és a dir, 22 anys a tots els de 20-24 anys, 27 als de 25-29, etc.

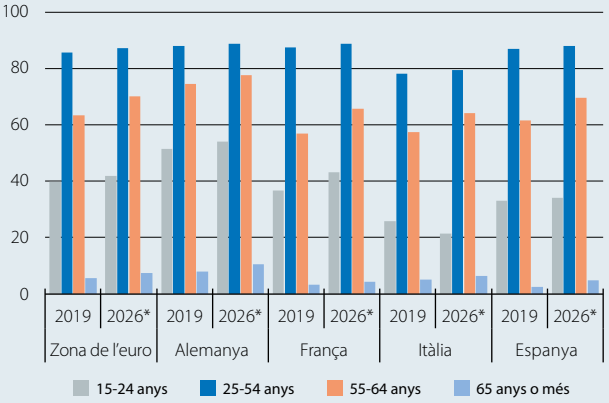
3. Hi ha diferents factors que limiten el creixement de la taxa d'activitat en els extrems d'edat: entre els més joves, la prolongació dels estudis o les dificultats d'accés a la feina per falta d'experiència laboral; entre els més grans, les jubilacions i les sortides anticipades, els problemes d'ocupabilitat o l'adaptació tecnològica.

Les projeccions de població de l'INE permeten il·lustrar aquests límits. Entre el 2026 i el 2030, es preveu que 3,4 milions de persones arribin als 65 anys, mentre que la població de 25 a 54 anys amb prou feines augmentarà en 290.000 persones, i això gràcies als fluxos migratoris previstos per l'INE.[4] Per la seva banda, la població de 15 a 24 anys creixerà en 268.000 persones, i la de 55 a 64 anys, en 606.000. Si les taxes d'activitat per edats es mantinguessin constants, la població activa augmentaria en unes 892.000 persones fins al 2030, la qual cosa representaria un creixement mitjà anual del 0,7%, en relació amb l'1,6% registrat entre el 2022 i el 2025. En canvi, si les taxes d'activitat augmenten fins a assolir els nivells d'Alemanya, força més elevats, l'augment s'aproparia als 1,1 milions de persones i el creixement anual assoliria el 0,8%.[5] Així, una major participació laboral pot esmorteir l'impacte de l'envelliment, però difícilment pot compensar-lo, de manera que l'evolució de la població en edat de treballar continuarà sent el principal condicionant de l'oferta laboral.

Sergio Díaz Valverde

Europa: taxa d'activitat total per trams d'edat

(%)



Notes: *Població activa sobre el total de la població en cada tram d'edat. Dades en mitjana anual. * Mitjana de quatre trimestres fins al 2T.*

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

4. Sense els fluxos nets d'immigració, la població de 25 a 54 anys perdria més d'1,3 milions d'efectius.
5. Convergir cap a la taxa d'activitat d'Alemanya representa augmentar la taxa en prop de 5 p. p. (del 65,6% al 70,3%), tot i que l'augment es concentraria en els trams d'edat dels més joves o dels de més edat.

Les llars mantenen un estalvi elevat malgrat el xoc inflacionista

La taxa d'estalvi de les llars es va mantenir en nivells elevats durant la primera meitat del 2026, tot i que es va continuar moderant. La fortalesa de l'ocupació va impulsar la renda bruta disponible (RBD), la qual cosa, al seu torn, va contribuir a sostenir el consum malgrat el repunt de la inflació associat a la guerra a l'Iran. A això es va sumar que les llars també van recórrer a una part del seu marge d'estalvi per sostenir el consum. Aquesta dinàmica, previsiblement, continuarà durant la segona meitat de l'any, tot i que l'estalvi es mantindrà clarament per damunt de la seva mitjana històrica. En aquest article, analitzem l'evolució recent de la renda, del consum i de l'estalvi de les llars, així com les seves perspectives per al conjunt del 2026 i del 2027 en un context marcat per la guerra a l'Iran, per una inflació més elevada i per una destacable incertesa global.

Balanç a la meitat de l'any: la renda manté la fortalesa i l'estalvi continua en nivells elevats

El consum de les llars es va mostrar més dinàmic del que es preveia en el 2T 2026, però la sorpresa positiva de la renda va evitar una caiguda més intensa de la taxa d'estalvi. En termes no desestacionalitzats, l'estalvi brut va arribar gairebé als 57.000 milions d'euros, equivalents al 18,7% de la renda bruta disponible. Malgrat que aquesta ràtio va ser inferior al 19,9% registrat en el 2T 2025, es va mantenir per damunt de la mitjana del 17,2% dels segons trimestres del 2015-2019. Cal recordar que el 2T sol concentrar el major volum d'estalvi de l'any, perquè coincideix amb alguns ingressos extraordinaris, com les pagues extra d'estiu i els dividends.

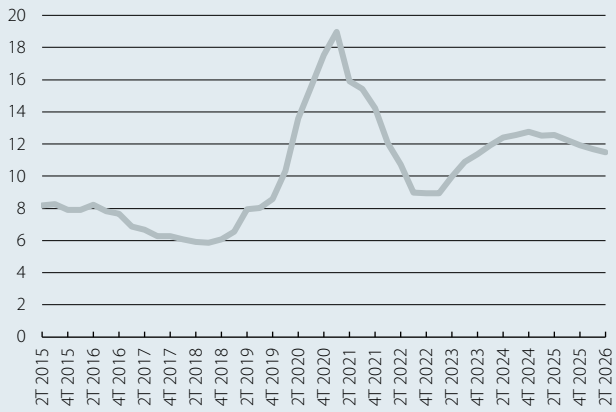
Per evitar aquesta estacionalitat, és més informativa la taxa d'estalvi acumulada durant els quatre últims trimestres. Aquesta es va reduir lleugerament, de l'11,7% en el 1T a l'11,5% en el 2T, un resultat que coincideix gairebé amb la nostra previsió de l'11,6% anterior a la publicació de la dada.

La moderació de l'estalvi va respondre al major dinamisme de la despesa. El consum nominal va créixer el 6,9% interanual en el 2T, en relació amb el 5,7% del trimestre anterior, mentre que el consum real es va accelerar del 3,0% al 3,5%. No obstant això, la renda de les llars també va sorprendre l'alça: l'RBD nominal va augmentar el 5,5% interanual, per damunt del 5,1% previst. Aquesta evolució es va basar en la fortalesa del mercat laboral, amb un creixement de la remuneració dels assalariats del 7,2%, resultat de l'augment del nombre d'assalariats, del 2,9%, i de la remuneració mitjana per assalariat, del 4,3%.

En termes reals, l'RBD va avançar al voltant del 2,3% interanual. El fort augment del nombre de llars, pròxim a l'1,3%, va moderar la millora en termes per llar: l'RBD real per llar va créixer l'1,0%. Per tant, la capacitat adquisitiva de les famílies va continuar millorant, tot i que ho va fer de forma més continguda del que suggereix l'evolució de la renda agregada.

Espanya: taxa d'estalvi

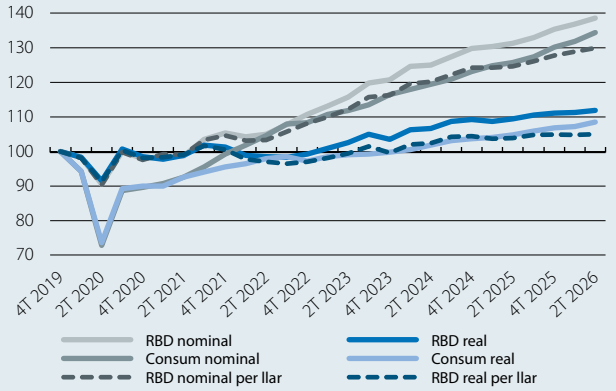
(% de la renda bruta disponible)



Nota: *Acumulat de quatre trimestres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: renda bruta disponible i consum de les llars

Índex (100 = 4T 2019)



Nota: *Dades desestacionalitzades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

El balanç financer de les llars es continua enfortint

La fortalesa financera de les llars es va reflectir també en un augment del seu estoc d'actius financers bruts. En el 2T 2026, aquests actius van arribar als 3,65 bilions d'euros, equivalents al 209,8% del PIB, en relació amb el 202,2% del trimestre anterior.

L'estoc d'actius financers va augmentar en 177.942 milions d'euros durant el trimestre. Convé distingir entre les noves adquisicions d'actius i els canvis en la seva valoració: 48.189 milions van correspondre a adquisicions netes, mentre que 129.761 milions van procedir de revaloracions, concentrades, principalment, en les participacions en el capital i en els fons d'inversió.

En relació amb el 2T 2025, l'estoc total d'actius financers va augmentar el 10,5%. El creixement es va concentrar en les accions i en els fons d'inversió, el valor conjunt dels quals va augmentar el 17,2% i va incrementar el seu pes en la cartera financera del 47,4% al 50,3%. Els dipòsits també van augmentar, tot i que ho van fer de forma més moderada, el 4,1% interanual. Com a conseqüència, el seu pes en el conjunt de la cartera es va reduir del 33,2% al 31,3%. Per la seva banda, els actius vinculats a les assegurances i a les pensions van augmentar el 8,0% i van mantenir gairebé estable el seu pes, al voltant de l'11,5%.

Al mateix temps, l'endeutament es va mantenir contingut. El deute de les llars va disminuir en 755 milions d'euros en relació amb el trimestre anterior, fins als 728.820 milions, equivalents al 41,9% del PIB. Aquesta ràtio es va reduir en 0,6 p. p. en relació amb el 1T i 1,9 p. p. en relació amb un any enrere i es va situar en un nivell similar al de la segona meitat del 1999. La combinació d'un patrimoni financer creixent i d'un deute descendent en termes de PIB reforça la confiança i la capacitat de les llars per esmorteir l'impacte de les pertorbacions adverses sobre el seu consum.

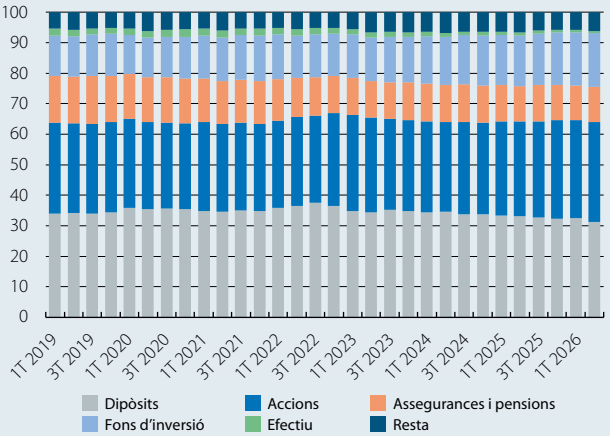
Perspectives: l'estalvi es continuarà moderant, però es mantindrà per damunt de la seva mitjana històrica

El repunt de la inflació i l'augment de la incertesa exerceixen efectes contraposats sobre l'estalvi. Si les llars tracten de preservar el consum real davant l'augment dels preus, han d'incrementar la despesa nominal i han de reduir la proporció de renda que estalvien. En canvi, una major incertesa les pot dur a ajornar decisions de despesa i a reforçar l'estalvi per motius de precaució.

Fins a la data, les llars estan recorrent a l'estalvi per esmorteir el xoc inflacionista. Les dades del 2T mostren una acceleració simultània del consum nominal i real que suggereix que les llars estan utilitzant una part del seu marge d'estalvi per sostenir la despesa davant l'augment dels preus. En el conjunt de l'any, estimem que la reducció addicional de l'estalvi esmorteirà una mica més de la meitat de l'efecte del repunt de la inflació sobre el consum real[1] i situaria la taxa d'estalvi en el 10,8% el 2026, en relació amb l'11,9% del 2025 i amb l'11,5% previst abans del conflicte amb l'Iran.

El 2027, el creixement de l'ocupació i dels salaris i la revalorització de les pensions amb la inflació del 2026[2] contribuiran a sostenir la renda bruta. Al mateix temps, l'esperada moderació de la inflació reduiria la pressió sobre la despesa nominal. Amb creixements de l'RBD i del consum nominal pròxims al 4,5%, preveiem que la taxa d'estalvi se situarà en el 10,6%, amb prou feines per sota del nivell del 2026.

Espanya: actius financers de les llars
(% del total)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

Les tensions experimentades als mercats energètics en les últimes setmanes generen dubtes sobre l'abast de la moderació de la inflació l'any vinent. Una inflació més elevada podria provocar una reducció addicional de l'estalvi. Com a exercici de sensibilitat, si la inflació del 2027 fos 1 p. p. superior a la del nostre escenari central de previsions, i aquest increment es traslladés íntegrament a un major consum nominal, la taxa d'estalvi es podria reduir, aproximadament, fins al 9,8%.

A la pràctica, l'efecte podria ser més moderat. Una inflació més elevada podria venir acompanyada de més incertesa i podria reforçar l'estalvi per motius de precaució. Així mateix, uns tipus d'interès superiors al nivell que es preveu augmentarien l'incentiu a estalviar.

En definitiva, malgrat que hi ha incertesa sobre el nivell exacte en què se situarà la taxa d'estalvi el 2027, tot fa pensar que es mantindrà clarament per damunt de la mitjana del 8,6% registrada entre el 2000 i el 2019.

Javier Garcia-Arenas

1. Aquesta estimació s'obté comparant la revisió de la taxa d'estalvi prevista per al 2026, des de l'11,5% anterior al conflicte fins al 10,8% actual, amb la revisió a l'alça de la inflació, d'1,3 p. p. Es tracta d'una aproximació que suposa que, en absència d'una reducció de l'estalvi, l'augment addicional de la despesa nominal derivada de la inflació s'hauria traduït, aproximadament, en un menor creixement del consum real.
2. En rigor, la revalorització dependrà de la mitjana de la inflació entre el desembre del 2025 i el novembre del 2026.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Indústria									
Índex de producció industrial	0,4	1,3	1,8	0,5	2,1	...	1,5	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–4,9	–4,8	–4,1	–3,1	–4,0	–2,3	–3,5	–0,9	–0,4
PMI de manufactures *(valor)*	52,2	50,9	51,1	49,3	50,9	50,2	49,5	51,0	52,2
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	16,7	8,8	8,8	6,2	9,8	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	9,7	11,1	11,1	5,2	0,6	...	–0,6	...	...
Preu de l'habitatge	8,4	12,7	12,9	12,9	12,2	...	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	10,1	3,2	3,2	2,7	3,2	...	4,3	...	...
PMI de serveis *(valor)*	55,3	54,5	56,4	52,9	50,7	58,1	57,8	58,3	...
Consum									
Vendes comerç al detall[1]	1,8	4,3	4,2	3,2	0,7	–0,8	–0,5	–1,4	...
Matriculacions d'automòbils	7,2	12,9	8,0	7,6	5,0	8,0	11,8	10,2	1,8
Indicador de sentiment econòmic *(valor)*	103,1	103,1	104,2	105,2	103,0	104,1	102,2	105,6	105,1
Mercat de treball									
Població ocupada[2]	2,2	2,6	2,8	2,4	2,3	2,1	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	11,3	10,5	9,9	10,8	9,9	10,2	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social[3]	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6	3,2	3,1	3,4	...
PIB	**3,7**	**2,6**	**2,5**	**2,6**	**2,6**	**2,7**	...	...	...

Preus

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
General	2,8	2,7	3,0	2,7	3,2	4,3	4,3	4,9	4,9
Subjacent	2,9	2,3	2,6	2,7	2,9	3,0	2,9	3,1	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	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	0,2	0,7	0,7	0,2	1,2	...	2,6	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	0,1	4,6	4,6	1,7	4,5	...	6,0	...	...
Saldo corrent	**53,4**	**54,8**	**54,8**	**54,2**	**47,0**	**...**	**45,9**	**...**	**...**
Béns i serveis	69,0	65,1	65,1	67,7	61,7	...	61,9	...	...
Rendes primàries i secundàries	–15,6	–10,3	–10,3	–13,4	–14,7	...	–16,0	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**71,5**	**72,3**	**72,3**	**71,7**	**66,0**	**...**	**64,7**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers[4]

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	5,1	4,8	4,9	4,8	5,5	5,0	5,0	4,8	...
A la vista i preavís	2,0	6,7	7,2	6,7	7,1	5,0	5,0	4,2	...
A termini i cessions temporals (*repo*)	23,5	–4,7	–6,6	–4,7	–2,2	5,4	5,4	8,0	...
Dipòsits d'AP[5]	23,1	4,9	7,2	4,9	5,0	8,5	8,5	4,6	...
TOTAL	**6,3**	**4,8**	**5,1**	**4,8**	**5,5**	**5,3**	**5,3**	**4,8**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	3,5	2,8	3,5	3,8	2,0	2,0	3,3	...
Empreses no financeres	0,4	2,9	2,3	2,9	3,7	3,8	3,8	4,5	...
Llars - habitatges	0,3	3,5	2,9	3,5	3,7	3,7	3,7	3,8	...
Llars - altres finalitats	2,3	4,6	3,7	4,6	4,3	–6,8	–6,8	–0,9	...
Administracions públiques	–2,6	10,7	12,9	10,7	8,1	8,3	8,3	2,5	...
TOTAL	**0,5**	**3,9**	**3,4**	**3,9**	**4,1**	**2,4**	**2,4**	**3,3**	**...**
Taxa de morositat (%)[6]	**3,3**	**2,7**	**2,9**	**2,7**	**2,6**	**2,5**	**2,5**	**...**	**...**

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

Fonts: *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.*

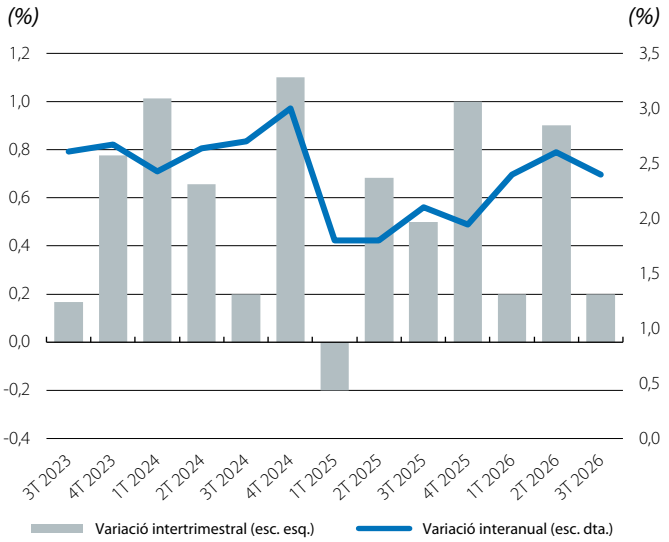
El creixement a Portugal resisteix les pressions inflacionistes

El PIB creix el 0,2% intertrimestral i el 2,4% interanual en el 3T, la qual cosa consolida les perspectives que l'economia creixi el 2,3% el 2026. El creixement continua tenint el suport de la demanda interna, i, en concret, en el 3T, es va observar una acceleració de la inversió, associada al major ritme d'execució dels fons NGEU. Segons l'INE, el consum privat es va desaccelerar en un context d'encariment del cost de la vida i de pujada dels tipus d'interès. La demanda externa continua llastant el creixement, a causa d'un xoc energètic intens i de l'elevat contingut importador de la inversió. Els indicadors per al 4T mostren un panorama d'alentiment. L'indicador de clima econòmic va caure a l'octubre fins al 2,3% (*vs*. el 2,7% anterior), a causa del fort deteriorament del sentiment al sector serveis, que va recular dels 10,5 punts al setembre als 3,3 a l'octubre. En canvi, els altres sectors van registrar una lleugera millora. Les llars també es mostren més pessimistes: l'indicador de confiança va caure fins a –26,9 (–22,3 al setembre), arran d'una valoració més negativa de la seva situació financera i de les perspectives econòmiques del país. Malgrat aquest deteriorament, anticipem una acceleració del ritme de creixement en el 4T, afavorida pel major ritme d'execució dels fons europeus i per l'estímul fiscal (uns 800 milions d'euros), que inclou una bonificació extraordinària per als pensionistes i una reducció de l'IRPF amb efectes retroactius, que donarà suport a la renda disponible de les llars en el tram final de l'any. En aquest escenari, es consolida la previsió d'un creixement del 2,3% el 2026, 4 dècimes més que el 2025.

La inflació s'acosta al 4% a l'octubre. La variació interanual de l'IPC general es va situar en el 3,8% (el 3,6% al setembre), mentre que la inflació subjacent va assolir el 2,8% (el 2,7% al setembre). L'energia va continuar pressionant la inflació a l'alça, amb una nova acceleració dels preus dels productes energètics, que van augmentar el 17,4% interanual (el 15,3% al setembre). Malgrat que continuem observant una transmissió limitada dels preus de l'energia a la resta de la cistella, aquesta dada introdueix riscos a l'alça per a la inflació el 2026, que podria superar el 3%. Els preus de producció industrial també continuen guanyant impuls i, previsiblement, continuaran exercint pressió sobre la inflació en els propers mesos.

L'ocupació haurà assolit màxims i els comptes públics continuen equilibrats. Al setembre, l'ocupació va créixer el 0,6% interanual, però va caure el 0,1% en relació amb el mes anterior i va encadenar quatre mesos de reculades. Per la seva banda, l'atur continua evolucionant de forma favorable. Tant les dades de l'enquesta d'ocupació (elaborada per l'INE) com les inscripcions d'aturats als centres d'ocupació (IEFP) mostren que el nombre d'aturats continua caient. En relació amb el setembre del 2025, les estadístiques de l'INE mostren una caiguda del 4,9%, i les de l'IEFP, del 10,1%. Així mateix, la taxa d'atur es manté en el 5,6%. En l'àmbit fiscal, el Govern preveu un pressupost equilibrat el 2026 i un superàvit del 0,1% del PIB el 2027. La finalització del PRR alleujarà la despesa el 2027, malgrat que la reducció dels impostos i l'augment dels costos per interessos limitaran el marge fiscal. El deute públic mantindria una trajectòria descendent, des del 87,5% del PIB el 2026 fins al 84,5% el 2027.

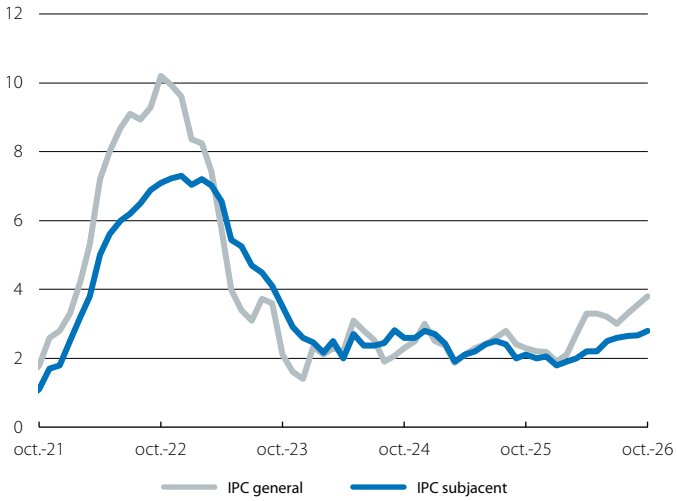
Portugal: PIB



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

Portugal: IPC

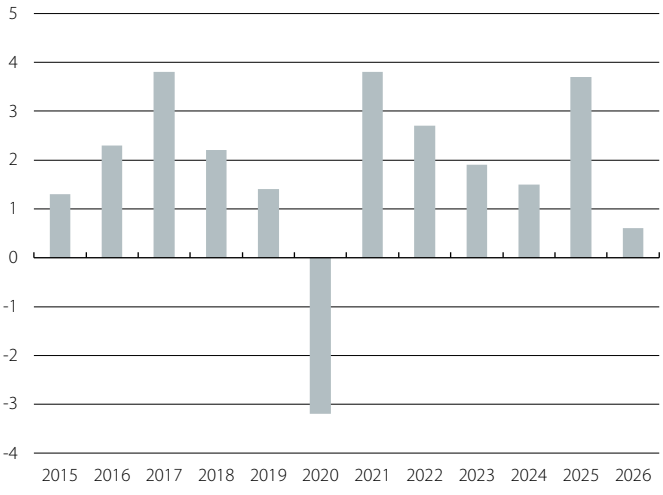
Variació interanual (%)



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

Portugal: ocupació

Variació interanual al setembre (milers de persones)



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	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Índex coincident d'activitat	2,3	2,1	2,4	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	0,7	0,6	0,4	–0,8	–2,5	–4,1	–2,7	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–6,2	–4,0	–2,9	–2,1	–3,6	–4,3	–4,4	–4,3	–4,1
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	8,8	18,9	14,8	–2,2	11,0	–31,1	–2,9	...	...
Compravenda d'habitatges	14,5	15,5	–4,7	–8,7	–6,4	...	–	–	...
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	8,5	17,4	18,4	17,5	16,7	14,7	14,7	14,2	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	6,3	1,7	1,7	2,1	1,5	18,2	9,3	18,2	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	5,5	10,1	7,7	6,0	8,2	8,5	8,4	8,8	7,5
Consum									
Vendes comerç al detall	3,3	5,3	5,3	4,4	3,5	1,5	2,0	0,1	...
Indicador coincident del consum privat	2,9	3,6	3,6	3,5	3,0	2,9	2,9	2,9	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–18,0	–16,2	–15,2	–16,2	–25,6	–21,2	–20,5	–20,6	–23,1
Mercat de treball									
Població ocupada	1,2	3,2	3,7	2,3	2,9	1,1	1,0	0,6	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,4	6,0	5,8	6,1	5,3	5,5	5,6	5,6	...
PIB	**2,7**	**1,9**	**1,9**	**2,4**	**2,6**	**2,4**	–	–	–

Preus

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
General	2,4	2,3	2,2	2,2	3,3	3,3	3,3	3,6	3,8
Subjacent	2,5	2,2	2,1	1,9	2,3	2,6	2,6	2,7	2,8

Sector exterior

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	2,0	0,1	0,1	–3,2	–0,1	...	2,4	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	2,0	4,5	4,5	3,7	4,3	...	3,9	...	...
Saldo corrent	**7,3**	**3,6**	**3,6**	**2,3**	**1,2**	**...**	**0,7**	**...**	**...**
Béns i serveis	6,8	3,0	3,0	1,7	0,5	...	0,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	...	0,5	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**10,5**	**8,3**	**8,3**	**7,7**	**7,3**	**...**	**6,9**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	5,4	5,4	6,4	6,9	5,3	5,8	5,3	...
A la vista i estalvi	–0,3	8,1	8,1	7,9	7,3	4,5	5,6	4,5	...
A termini i preavís	15,3	3,1	3,1	5,1	6,5	6,0	5,9	6,0	...
Dipòsits d'AP	26,7	28,7	28,7	20,4	9,2	23,1	24,9	23,1	...
TOTAL	**7,9**	**6,0**	**6,0**	**6,9**	**7,0**	**5,9**	**6,4**	**5,9**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	1,9	6,6	6,6	7,7	8,2	8,8	8,7	8,8	...
Empreses no financeres	–1,0	2,6	2,6	4,3	4,8	5,2	5,2	5,2	...
Llars - habitatges	3,0	9,3	9,3	9,8	10,6	11,3	11,2	11,3	...
Llars - altres finalitats	5,4	7,0	7,0	8,4	8,2	8,6	8,7	8,6	...
Administracions públiques	0,6	6,4	6,4	3,2	3,2	4,2	6,9	4,2	...
TOTAL	**1,9**	**6,6**	**6,6**	**7,5**	**8,0**	**8,6**	**8,7**	**8,6**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**2,4**	**2,1**	**2,1**	**2,1**	**2,1**	**2,1**	–	–	–

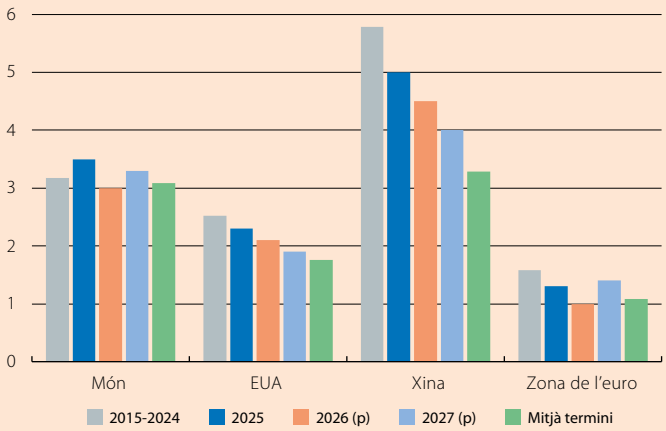
Notes: *1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.*

Perspectives econòmiques internacionals: quanta més resiliència el 2027?

En els últims anys, l'economia mundial ha encaixat millor del que s'esperava una successió de xocs, des de la invasió russa d'Ucraïna i el gir aranzelari dels EUA fins a les disrupcions del trànsit energètic a l'estret d'Ormuz. Aquesta resiliència s'ha basat en la fortalesa inicial dels balanços privats i de l'ocupació, en l'estabilitat financera i en la capacitat d'adaptació de les empreses, de les cadenes de subministrament i dels mercats energètics.[1] No obstant això, l'any vinent es tornarà a posar a prova, en un context en què les polítiques econòmiques disposaran d'un menor marge de resposta, mentre que forces estructurals com l'envelliment demogràfic i el canvi climàtic continuaran desplegant els seus efectes.

Previsions de creixement del PIB

(%)



Notes: *(p) Previsions pròpies per al 2026 i el 2027 elaborades al setembre del 2026. Les previsions a mitjà termini corresponen al 2031 i procedeixen del WEO de l'FMI de l'octubre del 2026.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.*

En un entorn geopolític fragmentat i incert, esperem que l'economia global continuï marcada per la coexistència de dues forces contraposades: el llast del xoc energètic i l'impuls del cicle tecnològic. L'evolució del conflicte al Pròxim Orient i la capacitat de la intel·ligència artificial (IA) per generar retorns empresarials, per estendre'n l'adopció i per augmentar la productivitat determinaran el balanç entre les dues forces, amb efectes diferents sobre el creixement, la inflació i les polítiques monetàries. A aquest escenari se sumen desequilibris diferents a les principals geografies: una demanda interna dinàmica i uns dèficits fiscal i exterior elevats als EUA, un estalvi que no es transforma prou en inversió a la UE i una sobreinversió davant la feblesa del consum a la Xina.[2]

Al nostre escenari central, la normalització progressiva del xoc energètic, malgrat els riscos a l'alça sobre els preus, ateses les cotitzacions recents dels futurs, i la continuïtat de l'impuls tecnològic permetran que el creixement mundial passi del 3,0% del 2026 al 3,3% el 2027. Aquest ritme se situaria prop de l'observat durant l'última dècada i del previst a mitjà termini (vegeu el primer gràfic). El comportament serà desigual entre geografies: els EUA moderaran lleugerament el seu dinamisme, amb un avanç de l'1,9% el 2027, en relació amb el 2,1% del 2026; la zona de l'euro recuperarà una mica de tracció, des de l'1,0% fins a l'1,4%, i la Xina prolongarà la seva desacceleració, des del 4,5% fins al 4,0%. La major expansió d'altres economies emergents compensarà de forma parcial la pèrdua gradual d'impuls d'aquests tres grans blocs.

Amb poc espai fiscal, la composició de l'estímul serà decisiva

La persistència de la inflació, especialment si es prolonga la pertorbació energètica, limita el marge per al relaxament monetari, mentre que la reducció de l'espai fiscal restringeix també la capacitat de resposta.[3] El dilema no serà tant estimular o consolidar com decidir on concentrar uns recursos escassos sense agreujar les pressions inflacionistes. Davant noves pertorbacions, les ajudes hauran de ser temporals, de manera que protegeixin les llars vulnerables sense neutralitzar els senyals de preus ni comprometre la resta de marges.[4]

Els EUA mantenen els dèficits fiscal i exterior elevats, compatibles amb un dinamisme notable de la demanda interna, però que pressionen a l'alça els tipus d'interès a llarg termini i agreugen els dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic. Segons l'FMI, l'orientació fiscal serà una mica restrictiva el 2027, en prolongar-se la millora gradual del saldo primari estructural iniciada el 2026, tot i que sense constituir una consolidació substancial (vegeu el segon gràfic). La *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA), aprovada el 2025, continuarà sostenint l'activitat, i els comptes públics continuaran sent clarament deficitaris.[5] La nova majoria demòcrata a les dues cambres podrà intentar revisar algunes retallades de despesa o impedir la pròrroga de les mesures tributàries de caràcter

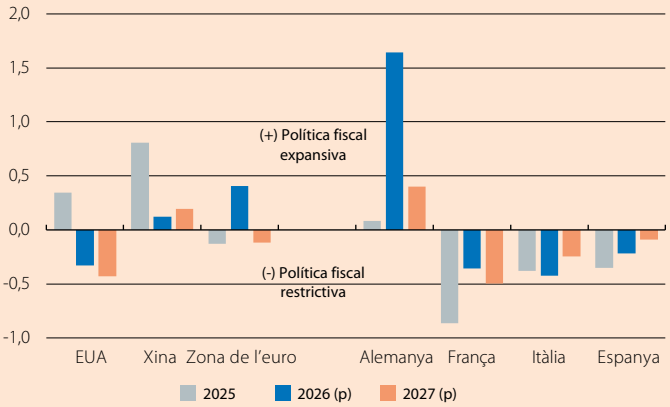
1. BIS (2026), «From Resilience to Robustness?».
2. FMI (2026), «World Economic Outlook: Resilience Under Strain, Urgent Choices».
3. Per a més detalls, vegeu l'article «2027: perspectives monetàries i implicacions fiscals», al Dossier d'aquest *Informe Mensual*.
4. FMI (2026), «Fiscal Monitor: Taxing Better to Boost Growth».
5. FMI (2026), «United States: 2026 Article IV Consultation».

temporal, equivalents, en conjunt, al voltant del 0,5%-0,7% del PIB anual.[6, 7] No obstant això, el veto presidencial i l'absència de majories qualificades fan improbable un canvi substancial en la trajectòria fiscal sense acords bipartidistes.

A la UE, el final del desplegament dels fons europeus de l'NGEU coincideix amb les necessitats creixents per tancar bretxes estratègiques. L'orientació fiscal agregada s'aproximaria a la neutralitat el 2027, tot i que amb més marge expansiu a Alemanya i amb restriccions més severes a Itàlia i, en especial, a França, juntament amb una pressió creixent per recomposar la despesa cap a àrees estratègiques com la defensa i les infraestructures.[8] L'execució de l'agenda de competitivitat dependrà del cicle polític i de la negociació del pressupost europeu per al 2028-2034, que haurà de conciliar les noves prioritats amb la posició dels països frugals i amb el manteniment de les polítiques de cohesió.[9]

Orientació de la política fiscal

(p. p. del PIB potencial)



Notes: *(p) Previsions. L'orientació de la política fiscal s'aproxima mitjançant la variació del saldo primari ajustat pel cicle en relació amb l'any anterior amb el signe invertit.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.*

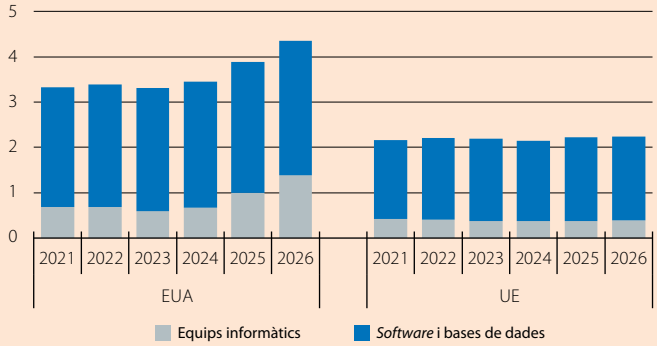
La Xina pot tornar a estimular la seva economia, però una altra expansió de la inversió en infraestructures i en manufactures agreujaria el deute dels governs locals i els excessos de capacitat, mentre que reactivar de forma indiscriminada el sector immobiliari en retardaria l'ajust. El suport fiscal hauria de reforçar la protecció social, donar suport al lliurament dels habitatges inacabats que es van vendre sobre plànol i reduir la incertesa de les llars per impulsar el consum i disminuir la dependència de les exportacions.[10]

El moment de la veritat per a la IA

El fort augment de la inversió en capital digital ha donat suport al cicle, en especial als EUA, amb la IA com un dels principals impulsors recents (vegeu el tercer gràfic), però, el 2027, haurà de demostrar que pot estendre el seu impacte més enllà de la infraestructura tecnològica, que es pot traduir en una adopció més àmplia pel teixit productiu i que pot generar retorns empresarials que sostinguin l'esforç inversor. La capacitat per fer aquest salt serà molt desigual: els EUA parteixen amb avantatge en computació, en models, en semiconductors, en finançament i en actius intangibles; la Xina compta amb escala industrial i amb rapidesa d'adopció, però afronta restriccions d'accés a la tecnologia avançada, i la UE continua ressagada en inversió, en escala i en comercialització de la innovació.[11]

Inversió en capital digital relacionat amb la IA

(% del PIB)



Notes: *Dades en termes nominals. La formació bruta de capital fix en equips informàtics, software i bases de dades s'utilitza com a proxy de la base inversora digital que facilita el desenvolupament i l'adopció de la IA, tot i que també inclou inversió no relacionada amb aquesta tecnologia. Les últimes dades de l'OCDE corresponen al 2024 per als EUA i al 2023 per a la UE. Les xifres posteriors s'estimen a partir dels comptes nacionals, amb dades anuals fins al 2025 i trimestrals fins al 2T 2026. No existeix una desagregació equivalent i comparable per a la Xina.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE, del BEA i d'Eurostat.*

Al nostre escenari central, l'impuls de la IA continuarà sostenint el creixement en els propers anys, sobretot als EUA, tot i que la seva intensitat dependrà cada vegada més del fet que la inversió es tradueixi en guanys efectius de productivitat. La seva generalització requerirà difusió sectorial, capital humà, dades i reorganització empresarial. Una transmissió més ràpida al conjunt de l'economia reforçaria el creixement potencial; en canvi, uns resultats inferiors als esperats podrien frenar la inversió i provocar una correcció de les valoracions del mercat, amb efectes sobre les condicions financeres i sobre la demanda agregada.[12]

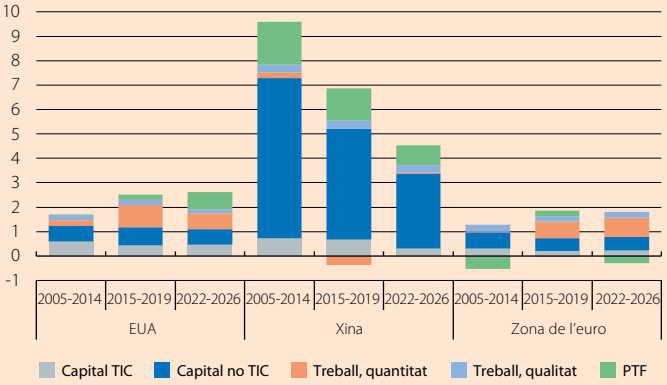
6. Vegeu la Nota Breu «Contundent victòria demòcrata a les *midterms*, bloqueig a la vista» i el Focus «Són rellevants les *midterms* per a Trump? I per als EUA?», a l'IM10/2026.
7. Estimació a partir de Congressional Budget Office (2025), «Estimated Budgetary Effects of Public Law 119-21 [OBBBA]».
8. Comissió Europea (2026), «An Assessment of the Euro Area Fiscal Stance in 2026 and 2027 amid an Energy Supply Shock».
9. Vegeu el Focus «El pròxim pressupost pren el relleu de l'NGEU en el Semestre Europeu», a l'IM07/2026.
10. García-Macía, D., Jain-Chandra, S., Kothari, S. i Xu, Y. (2026), «How China's Economy Can Pivot to Consumption-led Growth».
11. Vegeu el Dossier «Present i futurs de la nova economIA», a l'IM05/2026.
12. Barhoumi, K. *et al.* (2026), «Global Economic and Financial Implications of Artificial Intelligence: Lessons from a Scenario-Planning Exercise», i FMI (2026), «Global Financial Stability Report: Resilience, Risk, and Transformation».

Desequilibris que limiten el creixement

Els tres grans blocs parteixen de desequilibris diferents. Els EUA combinen una demanda interna dinàmica, uns dèficits fiscal i exterior elevats i una oferta laboral menys expansiva per les restriccions migratòries.[13] La UE genera un estalvi abundant, però transforma insuficientment aquests recursos en inversió, en innovació i en empreses d'escala.[14] La Xina manté nivells molt elevats d'inversió i de capacitat productiva, però consumeix poc i continua destinant capital a sectors amb rendiments decreixents o amb un excés de capacitat, mentre que la crisi immobiliària i la feblesa de la confiança frenen la demanda.[15]

Descomposició del creixement del PIB

(p. p.)



Notes: *Mitjana de les contribucions anuals en cada període. Les contribucions de cada component són estimacions fins al 2025 i previsions per al 2026. S'exclou el període 2020-2021 per les distorsions derivades de la COVID-19. TIC = tecnologies de la informació i de les comunicacions. PTF = productivitat total dels factors.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de The Conference Board.*

Sobre aquest punt de partida, la contribució del treball, del capital i de la productivitat al creixement difereix de forma notable entre blocs (vegeu el quart gràfic). En el període recent, els EUA presenten una composició més favorable i més equilibrada del creixement, amb una recuperació de la productivitat total dels factors (PTF) i amb una major aportació del capital tecnològic en relació amb els anys previs a la pandèmia. La Xina continua depenent en gran part de l'acumulació de capital, tot i que tant la seva contribució com la de la PTF segueixen una trajectòria descendent. A la zona de l'euro, en canvi, el seu creixement moderat s'explica per una aportació de la PTF que continua sent molt reduïda o, fins i tot, negativa en els últims anys. De cara al futur, l'envelliment i la baixa participació d'alguns col·lectius restringiran l'oferta de treball;[16] en canvi, el capital s'haurà d'orientar cap a usos més productius. Els guanys addicionals i sostinguts de productivitat dependran especialment que l'adopció de la IA arribi al conjunt del teixit productiu, vagi acompanyada de canvis organitzatius i faciliti una assignació més eficient dels recursos.

De resistir a créixer millor

La resiliència continuarà sent necessària, però ja no serà suficient per sostenir el creixement. Si el xoc energètic remet, l'economia mundial podrà mostrar un major dinamisme el 2027, però això no implicarà necessàriament una millora del creixement subjacent. La clau serà convertir aquest rebot en una expansió més sòlida sense esgotar els esmorteïdors disponibles ni reproduir els desequilibris anteriors. Per aconseguir-ho, caldrà incrementar la participació laboral i aprofitar la contribució de la immigració per neutralitzar l'envelliment, transformar l'estalvi en inversió productiva i aconseguir que el cicle tecnològic generi guanys de productivitat. Aquestes transformacions, juntament amb l'adaptació al canvi climàtic, que ja afecta la capacitat productiva,[17] competiran amb altres prioritats estratègiques per uns recursos limitats.

L'entorn polític, financer i geopolític afegeix riscos. Unes expectatives incomplertes sobre la IA, l'augment dels rendiments sobirans o les vulnerabilitats en la intermediació financera no bancària podrien endurir les condicions financeres. A això se suma l'escenari de veto mutu entre l'Administració Trump i el Congrés demòcrata durant els dos propers anys, així com el cicle polític i pressupostari europeu, marcat per les tensions a França. En el pla internacional, la fràgil treva entre els EUA i la Xina no elimina els riscos al voltant de Taiwan, mentre que la guerra a Ucraïna i les amenaces híbrides de Rússia mantenen la pressió sobre Europa. La fragmentació pot reduir les dependències estratègiques, però també incrementar els costos, duplicar les capacitats i frenar la difusió tecnològica.[18]

En definitiva, el 2027, l'economia mundial haurà de demostrar que manté la capacitat de resistència dels últims anys, però també que pot començar a créixer millor, sobre bases més equilibrades i sostenibles.

David Martínez Turégano

13. Vegeu el Focus «Polítiques migratòries Trump 2.0: el final de l'*American Dream*?», a l'IM10/2026.
14. Vegeu el Focus «Quant ha avançat la UE amb la Brúixola de la Competitivitat?», a l'IM04/2026.
15. OCDE (2026), «OECD Economic Outlook: Under Pressure».
16. Vegeu l'article «Efectes de l'envelliment sobre el creixement i palanques per mitigar-lo», al Dossier de l'IM09/2025, i el Focus «Què podem esperar de la taxa de participació laboral als EUA i a la UE?», en aquest *Informe Mensual*.
17. IPCC (2023), «Climate Change 2023: Synthesis Report», i Lane, P. R. (2026), «Climate Change and Monetary Policy».
18. Aiyar, S. *et al.* (2023), «Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism».

2027: perspectives monetàries i implicacions fiscals

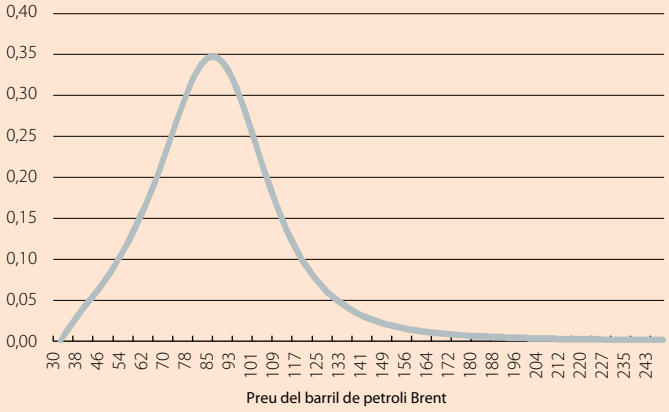
Encarem l'any 2027 amb la perspectiva d'uns tipus d'interès més alts, reflex del nou panorama d'inflació i del conflicte al Pròxim Orient. En els últims mesos, Europa i els EUA han vist inflacions pròximes al 4%, empeses per un encariment del 20% en l'energia que paguen els consumidors, i el BCE i la Fed han començat a apujar els tipus d'interès per refredar la demanda i per mitigar les pressions dels preus.

Unes condicions financeres controladament més restrictives

La perspectiva és que els bancs centrals continuïn endurint la política monetària en els propers trimestres, però es preveu que ho faran de manera controlada: considerem que els tipus del BCE assoliran un pic del 3,00% i que els de la Fed arribaran a l'interval del 4,00%-4,25%, la qual cosa deixaria el 2027 amb uns tipus d'interès uns 100 p. b. més alts del que s'esperava abans de la guerra. Que l'enduriment sigui controlat respon a diferents factors. Per damunt de tot, l'escenari penja de la geopolítica i, per tant, pot canviar de manera ràpida i multidireccional, la qual cosa exigeix agilitat i prudència als bancs centrals (considerant els retards amb què es transmet la política monetària). A més a més, poc poden fer el BCE i la Fed per aplacar la inflació energètica provinent de forma directa del xoc del Pròxim Orient. La seva missió és evitar que l'encariment energètic es filtri a la resta dels preus de l'economia (els anomenats efectes indirectes) i que la inflació es propagui. Una demanda agregada que creix a ritmes moderats (i que condiciona la capacitat de traslladar els increments de costos als preus finals) i unes expectatives d'inflació ancorades en els objectius del 2% afavoreixen que l'enduriment monetari continuï sent moderat. I, si el 2027 es confirma la contenció dels efectes indirectes que observem ara, fins i tot s'obre la porta a les primeres baixades de tipus per part del BCE i de la Fed.[1]

Petroli Brent: distribució del preu mitjà del 2027

Probabilitat implícita segons les cotitzacions de l'octubre del 2026 (%)



Nota: *Distribució implícita en els preus de les opcions* (calls) *sobre el barril de petroli Brent cotitzats en la mitjana de l'octubre del 2026. El gràfic mostra la mitjana de les distribucions implícites per als futurs del Brent al març, al juny, al setembre i al desembre del 2027.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

No obstant això, l'intent fallit de resoldre el conflicte entre els EUA i l'Iran l'estiu passat deixa una disrupció energètica més llarga i més incerta, la qual cosa intensifica el risc de propagació a la resta de preus i propicia que la inflació guanyi inèrcia. El nostre quadre de previsions, elaborat al setembre, s'ancorava en uns preus del petroli Brent i del gas TTF cotitzats per al 2027 als mercats d'uns 80 dòlars/barril i de 45 euros/MWh. A l'octubre, els futurs ja apuntaven a un petroli Brent una mica superior als 90 dòlars i a un gas pròxim als 70 euros en el conjunt del 2027 (malgrat que amb una certa distensió al llarg de l'any, des dels 105 dòlars i els 80 euros al gener als 85 dòlars i als 60 euros al tancament). A més a més, els propis mercats cotitzen molta incertesa, com ho reflecteix la distribució de preus del Brent del primer gràfic, basada en el mercat d'opcions.

I si s'activen els efectes indirectes de la inflació?

Tot i que no cal descartar una distensió ràpida (a l'estiu els preus energètics van mostrar la seva capacitat de relaxament si es canalitza el conflicte militar), és més preocupant el risc d'unes disrupcions duradores. Per aquest motiu, ens centrarem en Europa per valorar la possibilitat d'uns preus energètics elevats durant més temps i la potencial activació dels efectes indirectes sobre la resta de la inflació.

El punt de partida de l'exercici és el risc cotitzat pels propis mercats financers a l'octubre. En concret, a partir dels mercats de derivats (opcions *call*) sobre els futurs del petroli Brent i del gas TTF, extraiem una distribució dels possibles preus (com la del primer gràfic) i analitzem dues alternatives per al 2027: en el percentil 75 (p75, la senda que delimita el 25% de preus més elevats), els mercats apunten a un Brent de 105 dòlars i a un TTF de gairebé 80 euros en la mitjana del 2027; en el percentil 95 (p95, *top* 5% de preus), serien uns 135 dòlars i 135 euros. Això es podria traduir en un creixement de l'IPC energètic de la zona de l'euro entre el 10% (p75) i el 20% (p95) anual el 2027.[2]

A més de l'impacte directe sobre la inflació total, que en aquestes dues alternatives se situaria entre 1 p. p. i 2 p. p., avaluem el seu potencial de propagació sobre la resta de preus a partir de la intensitat energètica dels diferents productes de l'IPC.[3] El segon gràfic resumeix tot l'exercici amb un ventall de possibles taxes d'inflació en funció de la intensitat del xoc energètic i del seu grau de propagació.

1. Entre la primavera i l'estiu, la inflació hauria de baixar amb un efecte graó fort (per efectes base de l'energia, atès que el denominador de la inflació interanual ja incorporarà els primers mesos del conflicte).
2. Segons ho suggereixen les regressions del preu del petroli Brent sobre l'IPC dels carburants i del gas TTF sobre l'IPC de l'electricitat.
3. Reproduïm la metodologia amb què Fagandini et al. (2024), «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Butlletí Econòmic del BCE, 3/2024, calculen un IPCH «sensible a l'energia». A partir de les taules *input-output*, s'obté la intensitat energètica de cada sector, com el pes dels consums intermedis energètics sobre la producció total. Després d'assignar la intensitat energètica dels sectors entre les subpartides de l'IPC, traslladem l'encariment de l'energia en funció de la ràtio entre la intensitat energètica de cada component i la de les partides purament energètiques.

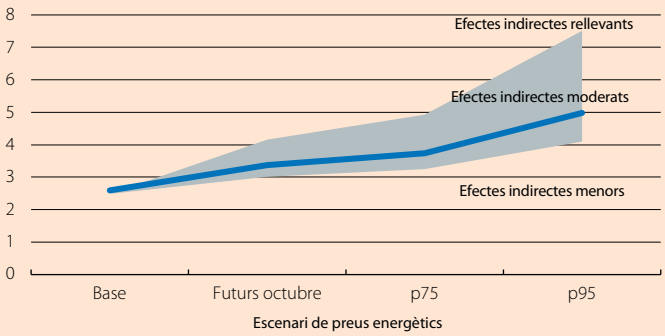
En relació amb el nostre escenari base, ancorat en uns futurs energètics del començament de setembre, amb efectes indirectes modestos i que dona una inflació a la zona de l'euro del 2,6% el 2027, la incorporació de les últimes dades i dels futurs del gas i del petroli de l'octubre podria ajudar a apujar la inflació al rang del 3,0%-4,0%, mentre que, en el percentil 75, augmentaria fins al 3,0%-5,0%, i, en escenaris més extrems i de propagació elevada, l'exercici suggereix un ventall que es podria obrir fins al 7%.[4]

Sendes monetàries i conseqüències fiscals

L'exercici anterior il·lustra el risc d'un major enduriment monetari si la disrupció energètica persisteix. Malgrat que la tempesta perfecta després del xoc energètic del 2022 pot donar alguna pista sobre el sostre del BCE i de la Fed,[5] l'enduriment no s'ha de vehicular forçosament només amb uns tipus d'interès més elevats: els bancs centrals també poden prolongar el temps durant el qual mantenen els tipus en terreny restrictiu. És a dir, en relació amb l'escenari base en què la transitorietat del xoc (per la distensió dels preus energètics o dels efectes indirectes menors) obriria la porta a les primeres retallades de tipus al final del 2027, la persistència del conflicte EUA-Iran i la disrupció dels fluxos d'energia amenacen amb un període més llarg de tipus d'interès restrictius.

Zona de l'euro: inflació general el 2027

(%)



Notes: *El rang emmarca escenaris projectats en funció de diferents graus d'efectes indirectes del xoc energètic. El ventall va des d'efectes menors (gairebé tota la desviació en relació amb l'escenari base és deguda al xoc energètic directe) fins a efectes rellevants (la major inflació energètica es trasllada als preus dels béns, dels serveis i dels aliments en proporció a la intensitat energètica del producte). En els efectes moderats (línia sòlida), es mitiga la propagació al 40% de la intensitat energètica. La intensitat energètica es mesura a partir dels consums intermedis dels sectors econòmics segons taules* input-output.
Font: *CaixaBank Research, simulacions pròpies a partir de dades d'Eurostat i de Bloomberg.*

Fins aquí, sembla que el xoc energètic és, principalment, una història d'inflació i de política monetària. Però mantenir els tipus elevats durant més temps té una segona conseqüència: encareix de forma gradual el finançament del deute públic, la qual cosa preocupa en especial en economies amb desequilibris fiscals com França o els EUA. L'impacte d'uns tipus d'interès més alts sobre les seves dinàmiques de deute a curt termini és petit, gràcies a uns venciments mitjans elevats (uns 8 i 6 anys, respectivament). L'evolució del deute públic depèn del dèficit de cada país, de quant paga per finançar-se i a quin ritme creix la seva economia. Això ens permet projectar les dinàmiques del deute i descompondre'n l'evolució. Com ho mostra la taula final, el principal factor que explica l'augment de la ràtio de deute públic en economies com les dels EUA i França són uns dèficits públics primaris sostingudament elevats, que apunten a un deteriorament d'unes ràtios de deute ja elevades. A l'altre costat, sembla que la tradicional perifèria europea pot anar corregint el deute si manté la senda fiscal i compleix el creixement econòmic previst. Una recuperació de l'espai fiscal important, atesa la major freqüència amb què, en els últims anys, se succeeixen els xocs i les disrupcions d'oferta.

Comptes públics

(% del PIB)	Deute estimat 2026	Deute: variació a 5 anys *				Saldo primari	
		Total	Contribució del saldo primari	Contribució *i-g*	Var. 5 anys (+100 p. b. *forwards*)**	Estimat 2026	Estabilitza el deute al nivell del 2026 ***
EUA	126,8	19,8	18,5	1,4	21,4	–4,9	0,9
Japó	199,4	–7,3	8,9	–16,3	–6,0	–1,2	–2,6
Regne Unit	102,0	–2,6	–4,2	1,6	–2,1	–1,1	0,6
Alemanya	64,6	11,6	14,6	–3,1	12,2	–3,4	–0,3
França	118,5	5,4	6,6	–1,2	6,4	–2,9	0,3
Itàlia	137,9	-2,4	–8,5	6,1	–1,1	1,0	1,7
Espanya	97,6	-8,3	–0,7	–7,6	–7,4	–0,2	–1,1
Països Baixos	45,4	2,9	6,5	–3,6	3,2	–2,0	–0,5
Bèlgica	109,8	12,0	14,5	–2,5	12,8	–3,2	–0,1
Irlanda	33,5	–12,0	–8,2	–3,8	–11,8	1,7	–0,7
Àustria	82,4	5,8	9,3	–3,5	6,5	–2,7	-0,3
Portugal	85,1	–13,1	–6,7	–6,4	–12,5	1,9	–1,0
Finlàndia	90,6	11,2	16,0	–4,8	12,1	–3,5	–0,7
Grècia	136,0	–21,2	–12,1	–9,1	–20,3	3,4	–1,3

Notes: ** Evolució mecànica segons l'equació bàsica de la dinàmica del deute. Previsions de l'FMI (WEO, octubre del 2026) per al deute del 2026, per al saldo fiscal primari i per al creixement del PIB nominal. Forwards de mercat de mitjan octubre del 2026 per als tipus d'interès. ** Variació del deute entre el 2026 i el 2031 si el tipus* forward *fos sostingudament 100 p. b. superior al cotitzat. *** En un horitzó de 10 anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI i de Bloomberg.*

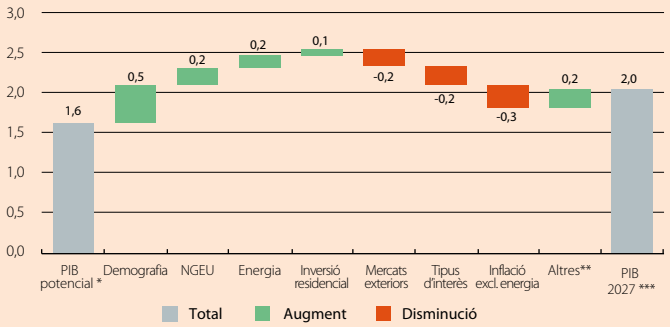
4. L'escenari «efectes indirectes rellevants» assumeix una propagació forta: una inflació energètica del 20% acosta la inflació nucli al 5%. Com a referència, després d'una inflació energètica del 37% el 2022, la inflació nucli de la zona de l'euro es va acostar al 6% durant una bona part del 2023. En l'escenari «efectes indirectes moderats», mitiguem la transmissió al 40% de la intensitat energètica, i això comporta una translació energia-nucli semblant a la del 2022. El creixement moderat de la demanda i l'ancoratge de les expectatives d'inflació donen suport a una propagació més moderada. En canvi, el record de la crisi inflacionista del 2022 pot condicionar el comportament i pot propiciar efectes indirectes més rellevants.
5. El BCE va arribar al 4,00% i la Fed, al 5,25%-5,50%, en una conjuntura amb un xoc energètic més sever, una reactivació postpandèmica de la demanda més ràpida que la de l'oferta i unes polítiques econòmiques inicialment molt acomodatícies.

Espanya davant el 2027: una economia sòlida en un entorn més exigent

Balanç positiu del 2026

L'economia espanyola ha trampejat amb solidesa un 2026 marcat pel conflicte al Pròxim Orient i pel repunt inflacionista. Preveiem que el PIB creixerà el 2,6%, en relació amb l'1,0% de la zona de l'euro, amb el suport d'uns fonaments robustos: elbon comportament del mercat laboral, l'elevada taxa d'estalvi de les llars, el reduït endeutament privat, la baixa exposició comercial directa al Pròxim Orient i l'elevat desplegament de les renovables, que ha esmorteït l'encariment de l'electricitat. El creixement demogràfic i de l'ocupació ha sostingut la renda i el consum, mentre que la inversió s'ha beneficiat dels fons NGEU, de la confiança empresarial i de les baixades de tipus del 2025. En conjunt, el 2026 tancarà amb un creixement vigorós i sense desequilibris rellevants.

PIB 2027: desglossament del creixement
(p. p.)



Notes: *Es tracta d'un exercici il·lustratiu de les desviacions del creixement en relació amb el seu ritme potencial. Les contribucions no recullen l'efecte total de cada component, sinó la seva aportació addicional en relació amb la ja incorporada, explícitament o implícitament, en el creixement potencial. Les estimacions dels diferents canals no incorporen les possibles interaccions entre ells, de manera que l'exercici no es pot interpretar com una descomposició en xocs totalment independents. * PIB potencial corregit per l'impacte del fort creixement demogràfic i dels fons NGEU. La contribució de la resta de canals representa la seva aportació addicional en relació amb la ja incorporada en el creixement potencial. ** La categoria «Altres» agrupa la diferència entre la xifra estimada de creixement i la suma dels canals presentats. La diferència reflecteix la decisió, per simplificar la lectura, d'ometre canals amb aportacions pròximes però no iguals a zero. També reflecteix el possible solapament entre diferents canals esmentats amb anterioritat. *** Variació anual (%).*

Font: *CaixaBank Research.*

Perspectives per al 2027: vents de cua i vents de cara

De cara al 2027, preveiem que l'economia creixerà el 2,0%, una taxa elevada, tot i que inferior a la registrada el 2026. La desacceleració del 2027 respon, principalment, a l'impacte endarrerit del xoc energètic del 2026. Tot seguit, detallarem els motors de creixement del PIB i els seus principals frens, tal com s'observa al gràfic. Partint d'un creixement potencial de l'1,6%, diferents vents de cua i de cara explicarien la desviació en relació amb aquest ritme.[1] En positiu:

- Demografia: preveiem que la població creixerà una mica menys de l'1% el 2027, impulsada pels fluxos migratoris, molt per damunt del ritme anterior a la pandèmia. Tenint en compte la incorporació d'aquesta població al mercat laboral, estimem que el creixement demogràfic podria aportar 0,5 p. p. a l'avanç del PIB.[2]

- Fons NGEU: malgrat la finalització formal del Pla de Recuperació el 2026, no esperem un «efecte penya-segat», ja que nombrosos projectes i instruments financers es continuaran desplegant durant diversos exercicis. Estimem una aportació de 0,2 p. p. al creixement, en relació amb els 0,4 p. p. del 2026.

- Alleujament energètic: l'escenari contempla que el preu mitjà del petroli i del gas baixarà el 2027 en relació amb l'any anterior.[3] Aquesta moderació reduiria els costos per a les empreses i per a les llars i podria aportar 0,2 p. p. al creixement. No obstant això, l'augment de la tensió experimentada recentment als mercats energètics introdueix riscos a la baixa, de manera que més endavant explorarem, en aquest mateix article, l'impacte d'escenaris alternatius.

- La inversió residencial mantindrà el cicle expansiu: la fortalesa de la demanda i l'augment gradual de l'oferta prolongaran el cicle expansiu de la construcció. Preveiem que els visats d'obra nova tornaran a créixer prop del 10% el 2027. Els habitatges iniciats el 2026 continuaran generant activitat el 2027, ja que la construcció d'un habitatge es prolonga més d'un any, i, a més a més, a això se suma la major demanda de béns duradors vinculada a la llar. La inversió residencial podria aportar 0,1 p. p. addicionals al creixement.

No tots els factors empenyen a l'alça. També identifiquem vents en contra:

- La feblesa de l'entorn internacional continuarà limitant les exportacions: el gir proteccionista dels EUA, el conflicte al Pròxim Orient i l'impacte del xoc inflacionista sobre els nostres socis comercials faran que els principals mercats d'exportació creixin,

1. Es calcula el PIB potencial mitjançant la metodologia de la funció de producció. Per a més detalls, vegeu el Focus «El creixement potencial del PIB d'Espanya a mitjà termini», a l'IM04/2024. Per depurar l'efecte del fort creixement demogràfic dels últims anys i l'impacte dels fons NGEU en el càlcul del PIB potencial, hem suposat que la demografia ha crescut, des del 2022, segons la mitjana del 2017-2019 (el 0,3% anual) i, a més a més, hem reduït la inversió anual per la quantia estimada provinent dels fons NGEU. Així mateix, el creixement potencial és coherent amb uns tipus d'interès i amb uns preus de l'energia que es mantenen en la mitjana del 2026.
2. Els supòsits principals són que la taxa d'ocupació (població ocupada sobre població total) es manté invariada i que hi ha una bretxa de productivitat entre la població estrangera i la nacional coherent amb les estimacions del Banc d'Espanya (vegeu Cuadrado, P. i Regil, A., «Una estimación de la contribución de la población extranjera en España al crecimiento del PIB per cápita en el período 2022-2024», Boletín Económico, 2025/T2).
3. L'escenari contempla un preu mitjà del petroli de 78,5 dòlars per barril el 2027 i un preu mitjà del gas de 45 euros/MWh.

segons les nostres previsions, prop d'1 p. p. per sota del ritme de creixement mitjà anual que va tenir lloc entre el 2014 i el 2024.[4] Aquest canal restaria 0,2 p. p. a l'avanç del PIB.

- Enduriment de les condicions financeres: davant el repunt de la inflació, i després de les dues pujades ja aplicades, preveiem que el BCE apujarà els tipus al desembre del 2026 i una vegada més el 2027. Com a resultat, l'euríbor se situaria el 2027 prop de 90 p. b. per damunt del que es preveia abans de la crisi a l'Iran. Atès que la política monetària actua amb retard, l'impacte de les pujades del 2026 es concentrarà el 2027 i restarà al voltant de 0,2 p. p. al creixement.
- Efectes indirectes del xoc energètic: l'encariment de l'energia no solament incrementa la factura energètica de les llars, sinó que també augmenta els costos de producció de les empreses. A mesura que aquestes traslladen aquests costos més elevats als preus d'altres béns i serveis, la inflació s'estén al conjunt de la cistella de consum. Aquest procés és més gradual que l'impacte directe sobre l'energia, però redueix la renda real de les llars i limita la seva capacitat de despesa. Estimem que aquest canal restarà 0,3 p. p. al creixement del 2027.

Finalment, hi ha alguns factors addicionals que també seran importants en l'evolució de l'economia espanyola el 2027:

- L'estalvi com a matalàs davant possibles imprevistos: després de recular de l'11,9% el 2025 al 10,8% el 2026, segons les nostres previsions, i de contribuir, així, a esmorteir l'impacte inicial del repunt inflacionista, preveiem que la taxa d'estalvi es mantindrà en nivells similars el 2027. Les llars ajustarien una mica més les decisions de consum amb la finalitat de preservar un cert marge financer davant la possibilitat de noves pertorbacions.
- El sector turístic continuarà mostrant dinamisme, tot i que moderarà el ritme de creixement: el 2026, el sector s'ha beneficiat d'una redirecció dels fluxos turístics gràcies a la percepció de destinació segura en relació amb el Pròxim Orient. No obstant això, de cara al 2027, preveiem que creixerà d'una manera més moderada, a causa del deteriorament del poder adquisitiu als principals països emissors, i que convergirà al seu ritme de creixement tendencial.
- Contribució del sector públic: ateses les mesures anunciades fins a la data, estimem que l'orientació fiscal, sense els fons NGEU, serà neutra, tot i que això queda supeditat al resultat de les eleccions generals del 29 de novembre i a les polítiques que implementi el Govern resultant.

Els principals riscos: energia, inflació i tipus d'interès

Els principals riscos provenen d'una eventual escalada del conflicte al Pròxim Orient, que podria incrementar els preus energètics, intensificar la inflació i provocar una resposta més restrictiva del BCE. A més a més, el menor creixement dels nostres socis limitaria les exportacions espanyoles.

Per aproximar aquest risc, plantegem un escenari advers amb un preu mitjà del petroli de 105 dòlars per barril i del gas de 80 euros/MWh el 2027.[5] A partir d'aquests supòsits, i considerant els efectes directes i indirectes de l'energia sobre els preus, estimem que la inflació se situaria al voltant d'1,25 p. p. per damunt de la nostra previsió.[6] En aquest escenari, preveiem que el BCE durà els tipus d'interès de referència fins a un nivell 50 p. b. superior al del nostre escenari central.

L'efecte sobre l'activitat dependria, en bona part, de com reaccionessin les llars. Si suposem que les llars són capaces d'esmorteir la meitat de l'impacte reduint la taxa d'estalvi, el creixement del PIB el 2027 seria 0,3 p. p. inferior al previst.[7] Es tracta d'un efecte relativament modest, inferior al que s'estimaria utilitzant sensibilitats històriques, però més coherent amb l'experiència dels últims anys.[8] En definitiva, fins i tot sota aquest escenari advers, l'economia espanyola podria mantenir un ritme de creixement relativament notable.

Oriol Carreras Baquer

4. Els mercats d'exportació es calculen com la mitjana ponderada del creixement de les importacions dels 15 principals mercats d'exportació d'Espanya. Per a més detalls sobre el càlcul de la variable dels mercats d'exportació, vegeu el Focus «Com afectarà l'economia espanyola el comportament dels seus principals mercats d'exportació?», a l'IM11/2025.
5. Aquest escenari correspon al percentil 75 de la distribució de preus implícita als mercats de derivats sobre els futurs del petroli Brent i del gas TTF. Vegeu l'article «2027: perspectives monetàries i implicacions fiscals», en aquest mateix Dossier.
6. Les nostres sensibilitats indiquen que un augment del 10% del preu del petroli incrementa la inflació en 0,2 p. p., mentre que un increment equivalent del preu del gas l'incrementa en 0,04 p. p. Així mateix, aquests augments del preu de l'energia comportarien 0,1 p. p. més d'inflació pels efectes indirectes. Els efectes indirectes triguen un any a aflorar. Atès que el xoc s'ha produït entre el setembre i l'octubre del 2026, suposem que només la meitat d'aquest impacte es materialitzarà el 2027.
7. Esmorteir la meitat de l'impacte sobre el consum requeriria una reducció de la taxa d'estalvi de 0,5-0,6 p. p. Les llars disposen de marge per realitzar aquest ajust, atès que la taxa d'estalvi es manté en nivells elevats.
8. Aquest càlcul s'ha d'interpretar com un exercici parcial. No incorpora el menor creixement dels nostres socis comercials ni un possible augment de la incertesa. Tampoc considera l'eventual adopció de noves mesures fiscals destinades a esmorteir l'impacte sobre les llars i sobre les empreses.

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

Et recomanem:

Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera



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

Monitor de consum



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

Flash de divises



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

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.

Segueix-nos a: www.caixabankresearch.com Newsletter CaixaBank Pódcast

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXT
Paper | Donant suport a la silvicultura responsable
FSC® C015618