

El Cercle d'Economia, juntament amb CaixaBank Research, us ofereix cada mes una breu anàlisi de la situació econòmica global.

Les claus econòmiques del mes

Setembre 2026

L'economia espanyola resisteix, però envelleix

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

Ormuz torna a pressionar els preus i els tipus d'interès,...

Tensió en els preus de l'energia. El preu del petroli Brent va cotitzar en una banda extraordinàriament àmplia durant l'estiu, al compàs dels vaivens diplomàtics del conflicte al Pròxim Orient. Fins a principis de juliol, el Brent fluctuava a prop dels 70 dòlars per barril, i reflectia l'esperança d'una resolució de la guerra i de la recuperació de l'oferta. La reactivació de les hostilitats, el nou tancament de l'estret d'Ormuz i els atacs hutis contra l'Aràbia Saudita l'han tornat a impulsar per damunt dels 100 dòlars. La tensió sobre el gas natural és més intensa, i la referència europea (TTF) ha passat dels 40 €/MWh del juny a superar els 80 €/MWh, impulsada pel conflicte de l'Orient Mitjà, la major demanda elèctrica a Europa (associada a les onades de calor) i unes reserves de gas relativament baixes (poc més del 60% de la capacitat de la UE a l'agost, davant del 80% de la mitjana del mes dels últims anys). D'altra banda, el juliol i l'agost també van registrar un encariment generalitzat entre els productes agrícoles i els metalls, i l'índex sintètic de matèries primeres de Bloomberg va pujar prop d'un 15%.

Augment generalitzat dels tipus d'interès sobirans. Els preus més alts de les matèries primeres pressionen les expectatives d'inflació, amb els swaps a 2 anys als EUA i a la zona euro pujant fins al 2,5%-2,8%. Això s'afegeix a dades generalment positives d'activitat, diversos missatges *agressius* dels principals bancs centrals i un renovat enfocament en l'elevat deute públic de diversos països de referència. Tot això ha portat a un augment

generalitzat dels tipus d'interès sobirans durant l'estiu, amb un augment acumulat d'uns 50 punts bàsics en els tipus a 2 i 10 anys de la zona euro. Els EUA també han patit una pujada significativa de tipus, amb el Tresor anunciant un augment sorprenent en les recompres de bons a llarg termini entre setembre i novembre. Bessent va presentar l'anunci en termes de gestió de la liquiditat del mercat, però entre els inversors es va interpretar com un intent de l'Administració Trump de reduir el cost del deute. Això va generar certa confusió i va xocar amb la filosofia de "mercats menys intervenguts" defensada per Warsh des de la seva arribada a la Fed. El mercat està valorant que la Fed pugi els tipus aquesta setmana, i entre 1 i 2 pujades addicionals en els pròxims mesos.

El BCE puja els tipus i adopta un to *agressiu*. El BCE ha tornat a pujar els tipus d'interès en 25 punts bàsics (*depo* al 2,50%) davant la prolongació del conflicte al Pròxim Orient i el risc que els preus més alts de l'energia es filtrin a altres preus i provoquin un augment més persistent de la inflació. La resiliència observada en l'activitat econòmica i el mercat laboral en els darrers mesos també ha reforçat la decisió d'augmentar els tipus. Al mateix temps, el BCE evita qualsevol tipus d'orientació futura sobre els tipus d'interès. Donada la rapidesa amb què la geopolítica pot canviar l'escenari, Lagarde defensa la necessitat de mantenir una presa de decisions àgil a mesura que evolucionen les dades i els esdeveniments. Els mercats donen una probabilitat del 100% que el *depo* pugi fins al 2,75% al desembre i també descompten dues pujades més fins al 100% el 2027 (*depo* al 3,00% al març i 3,25% al segon trimestre de 2027).

... Però, de moment, l'activitat econòmica global manté un bon to

L'activitat global va continuar mantenint-se al segon trimestre. A la zona euro, el PIB va créixer un 0,6% intertrimestral (0,3% sense Irlanda) i va superar les expectatives gràcies, sobretot, al creixement de l'economia alemanya (amb un avanç del 0,3% intertrimestral) i l'espanyola (+0,7%). Itàlia va créixer un 0,2% i França es va estancar. Als EUA, l'economia va mantenir un creixement sòlid del 0,4% intertrimestral el 2T, sostinguda per la fortalesa de la demanda interna, en particular la despesa de les famílies i la inversió no residencial. Les economies del Regne Unit i el Japó també van registrar un comportament favorable, amb avanços del PIB del 0,4% i el 0,3% intertrimestral, respectivament.

Els indicadors del tercer trimestre no afluixen. A la zona euro, els PMI manufacturers han pujat fins als nivells més alts en dos anys, mentre que els PMI de serveis es mantenen en una zona de creixement moderat. Als EUA, els indicadors empresarials continuen mostrant robustesa, però comencen a aparèixer signes de moderació en el consum privat. D'altra banda, després del fracàs de les negociacions entre EUA i Canadà,

l'administració nord-americana va imposar un aranzel addicional del 50% sobre les importacions canadenques a finals d'agost i amenaça d'augmentar les del sector de l'automoció fins al 50% el 2027. La resposta del govern canadenc va ser immediata i va anunciar que respondria amb mesures equivalents. Per la seva banda, l'economia xinesa continua navegant entre una demanda interna feble i exportacions dinàmiques, impulsada per la demanda global de béns vinculats al desenvolupament de la intel·ligència artificial i les tecnologies verdes (les exportacions van créixer un 25% interanual a l'agost). Les autoritats han reiterat la seva intenció d'augmentar la despesa pública durant la segona meitat de l'any, però no han anunciat noves mesures d'estímul.

El xoc energètic continua empenyent els preus a l'alça. La inflació de la zona euro es va recuperar fins al 3,3% a l'agost (davant del 2,9% al juliol), impulsada principalment pels preus més alts de l'energia, mentre que la inflació subjacent va caure lleugerament fins al 2,4% (davant del 2,5% al juliol). L'augment va ser generalitzat entre les principals economies, amb Espanya registrant l'avanç més gran (4,3% general, 2,9% nucli). Als EUA, la inflació es manté en nivells similars: a l'agost, la inflació general es va mantenir estable al 3,4% i la inflació subjacent va caure al 2,4%. Per tant, de moment, els efectes indirectes i de segona ronda del xoc energètic són limitats, però si la pressió sobre els preus persisteix, podria esdevenir generalitzada.

L'economia espanyola és resilient però envelleix

L'economia espanyola es manté ferma en la seva fase expansiva, malgrat el context internacional complex i la recuperació dels preus de l'energia. Això es reflecteix en els indicadors publicats durant l'estiu. Al segon trimestre de 2026, el PIB va créixer un 2,7% interanual, una taxa de creixement superior a la mitjana històrica de l'1,8% registrada entre 2000 i 2025. El creixement probablement hauria estat una mica més alt si no s'hagués produït el recent xoc energètic.

La composició del creixement també convida a l'optimisme. L'activitat continua impulsada per la demanda interna privada i les exportacions de serveis, components que tendeixen a mostrar alta inèrcia al llarg del cicle econòmic i que encara tenen marge per continuar avançant. Tot això, a més, continua acompanyat d'una posició macrofinancera global equilibrada que no empitjora, a diferència del que ha passat en fases expansionistes anteriors. El deute privat es manté en nivells relativament baixos, mentre que el deute públic i la posició del deute extern continuen corregint-se. Això ajuda a mantenir la prima de risc en nivells continguts i clarament més baixos que els d'economies com França o Itàlia.

Els indicadors disponibles per al tercer trimestre suggereixen que el dinamisme econòmic es manté. Els índexs del clima empresarial han millorat, impulsats per la recuperació del sector serveis i, especialment, del turisme, que està en camí de tancar un any rècord. Tot apunta que el 2026 acabarà amb la visita de més de 100 milions de turistes internacionals. El consum de les llars també continua mostrant una resiliència notable. Malgrat l'augment de la inflació, el creixement de l'ocupació i el coixí d'estalvi acumulat en els darrers anys continuen donant suport a la despesa de les llars. La taxa d'estalvi ha caigut una mica, però es manté en nivells relativament alts.

El mercat laboral continua oferint xifres positives. Segons dades de la EPA del segon trimestre, l'ocupació manté un creixement superior al 2%. Tanmateix, darrere d'aquesta evolució agregada hi ha dinàmiques diferenciades. L'ocupació continua creixent fortament entre estrangers o persones amb doble nacionalitat, mentre que el creixement de l'ocupació entre els espanyols s'ha moderat significativament, passant de l'1,9% interanual el primer trimestre al 0,7% del segon trimestre.

Una visió àmplia revela una dinàmica estructural: la capacitat de creixement de l'ocupació entre la població espanyola ha anat disminuint en els darrers anys. La força laboral espanyola, formada per persones que treballen o busquen feina, gairebé no ha canviat des de 2019, però ha envellit significativament. Concretament, el nombre d'espanyols actius d'entre 25 i 55 anys ha caigut en més d'1,1 milions de persones. També és un grup d'edat amb nivells molt alts de participació laboral. Actualment, al voltant del 90% dels espanyols d'entre 25 i 55 anys formen part de la força laboral i la seva taxa d'atur és del 7,5%, molt a prop del mínim històric assolit el 2007, quan va caure al 6,2%. Així, la major part de l'ocupació generada entre la població espanyola durant la fase expansiva actual s'ha concentrat als extrems de la distribució d'edats. Des de 2019, el nombre de persones ocupades menors de 25 anys ha augmentat al voltant de 300.000 persones, mentre que entre les persones majors de 55 anys l'increment supera el milió. L'altra font de creixement de l'ocupació ha estat liderada per estrangers o persones amb doble nacionalitat, amb un augment de més de dos milions de persones ocupades en aquest període.

El consum en línia està de moda

El comerç electrònic s'ha disparat en els darrers anys. Abans de la pandèmia, les compres en línia ja estaven guanyant terreny, però les restriccions a la mobilitat van fer que moltes persones descobrissin els avantatges de comprar des de casa. Des de llavors, el pes de la despesa generada pels canals digitals no ha parat de créixer i ja ha acumulat un increment de gairebé un 10 p. p. respecte el 2019.

El que marca la diferència en els patrons de consum són l'edat i el sector. Els joves són, de llarg, el grup que assigna una proporció més gran de la seva despesa al canal digital. Ja eren els més digitalitzats abans de la pandèmia i, a més, són els que han liderat el major canvi de comportament. A l'extrem contrari, les persones grans gairebé no han canviat els seus hàbits de compra i la despesa que fan en línia encara representa menys del 10% de la seva despesa total. Però no sembla que amb el pas dels anys anem abandonant el comerç electrònic. Ben al contrari: com més temps passa, més difícil és modificar els hàbits de consum adquirits. Les noves generacions compren més en línia que els joves abans de la pandèmia, i aquells joves d'aquella època, ara una mica més grans, continuen comprant més en línia que generacions anteriors quan tenien la mateixa edat.

El sector en què el comerç electrònic ha aconseguit més penetració és la moda. Tant els joves com els adults ja obtenen aproximadament un terç de la seva despesa en aquest àmbit a través de canals digitals. També és en el sector de la moda on es concentra una proporció més gran de consumidors eminentment digitals: al voltant del 20% dels joves i adults fan més de la meitat de les seves compres en línia. En restaurants, supermercats i alimentació, el pes de les compres digitals també ha augmentat en els darrers anys, especialment entre els joves, tot i que encara és inferior al que s'observa en la moda.

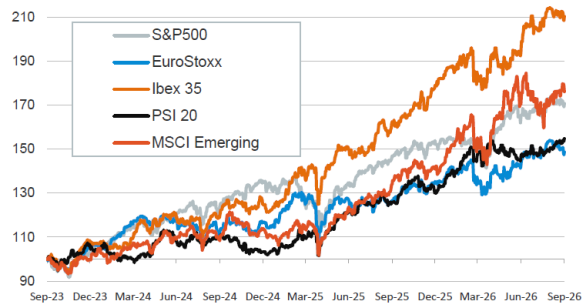
Oriol Aspachs

Setembre de 2026

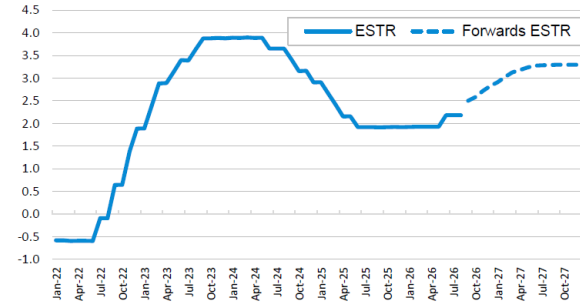
Amb la col·laboració de:



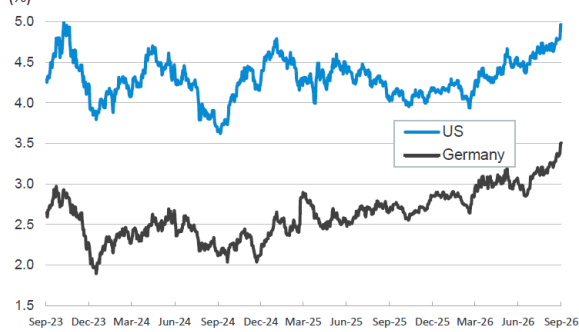
Main stock markets
Index (100=Three years ago)



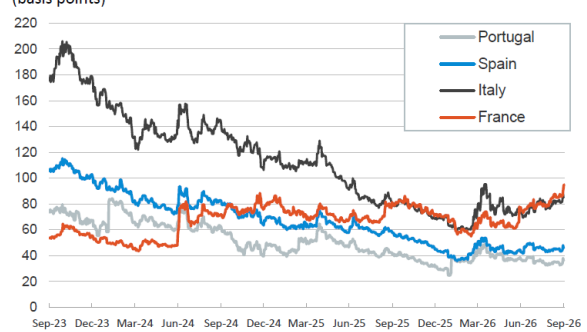
€STR: historical data and forwards
(%)



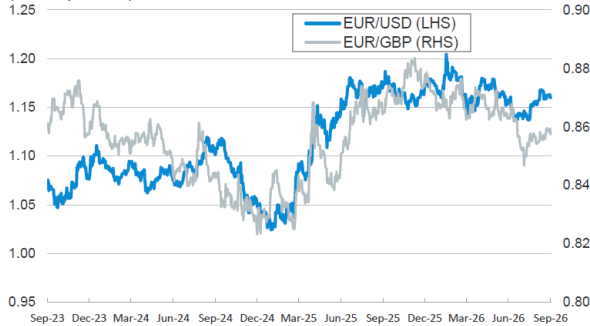
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany
(%)



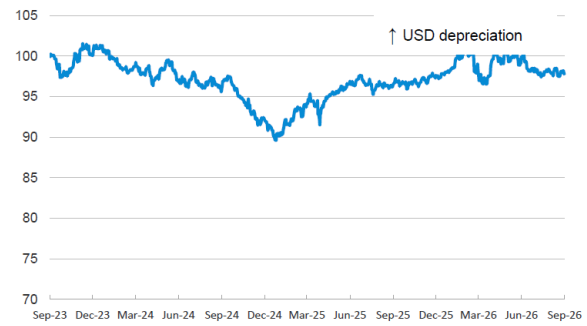
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal
(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies
(Dollars per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index
Index (100=Three years ago)



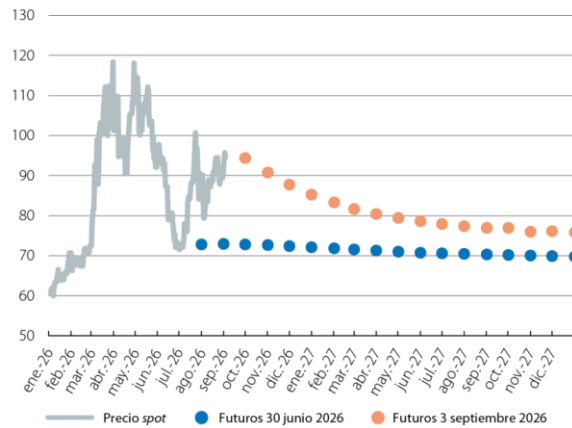
Brent oil price
(US\$/barrel)



Dutch TTF Natural gas price
(€/MWh)

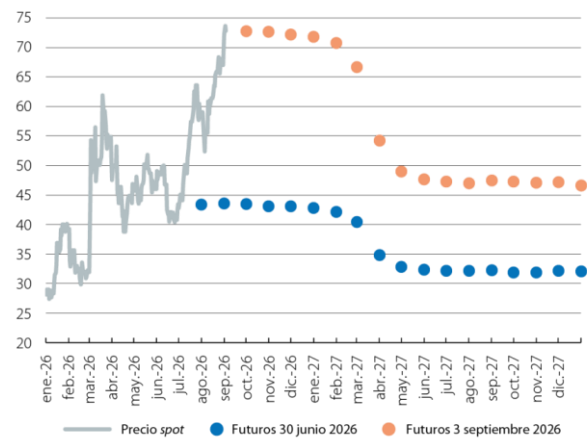


Precio del petróleo Brent (Dólares por barril)



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

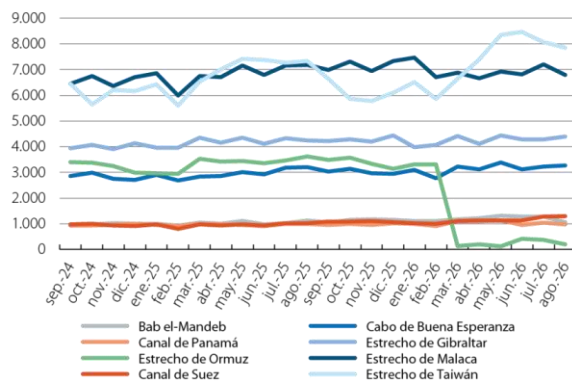
Precio del gas TTF (Euros por MWh)



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

Global: tránsito marítimo por los principales puntos críticos

Número total de buques

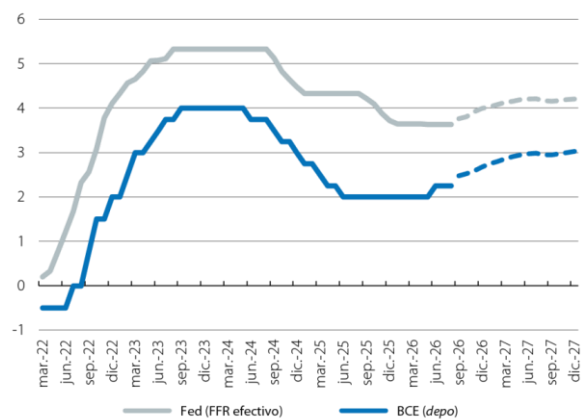


Nota: Se incluyen buques graneleros, buques-tanque para productos químicos, portacontenedores, buques de carga general, petroleros y de gas (GNL y GPL).

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

Bancos centrales: tipos de interés de referencia

(%)

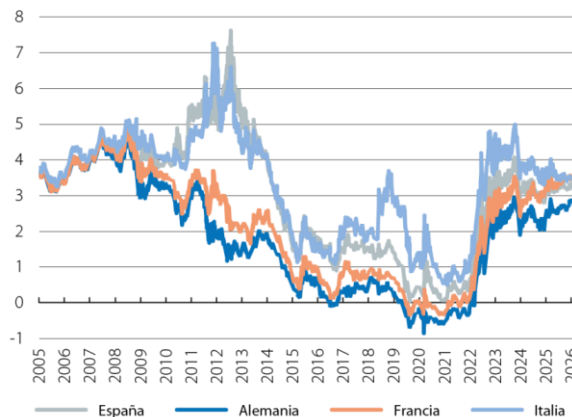


Nota: Los puntos presentan los forwards para la Fed y el BCE implícitos a 3 de septiembre de 2026.

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

Eurozona: tipos de interés soberanos a 10 años

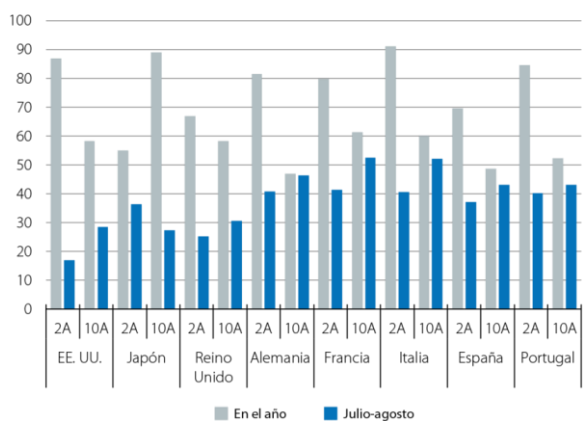
(%)



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

Tipos de interés soberanos

Variación (p. b.)

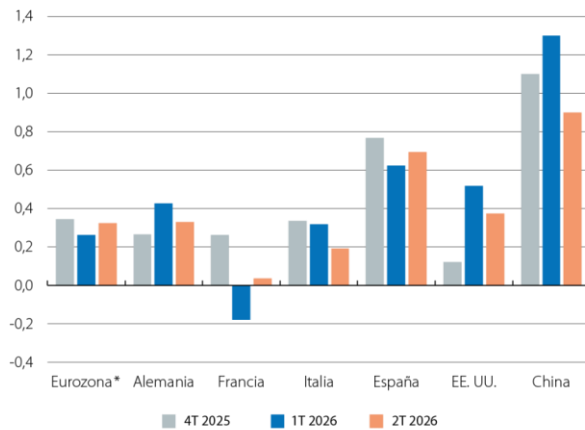


Nota: Vencimientos a 2 y 10 años (2A y 10A).

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

Global: PIB

Variación intertrimestral (%)

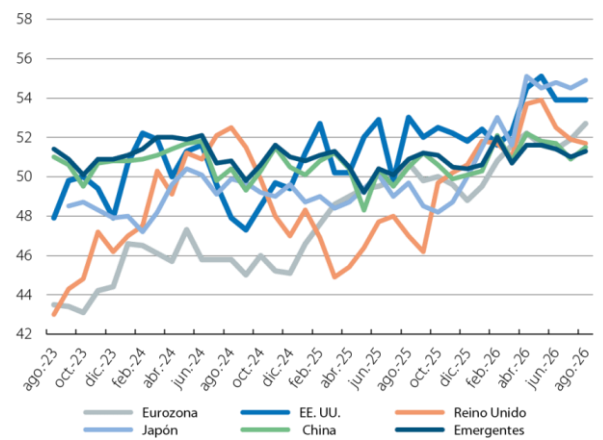


Nota: * Eurozona sin Irlanda.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, BEA y Oficina Estadística de China.

Global: PMI de manufacturas

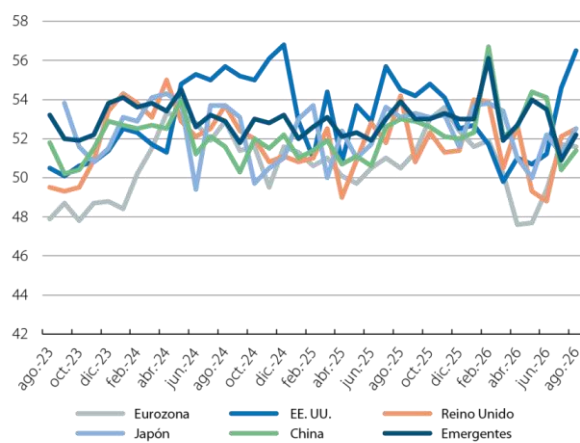
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

Global: PMI de servicios

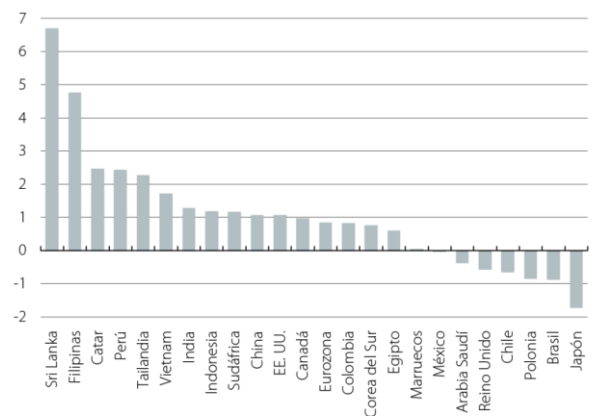
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

Global: IPC

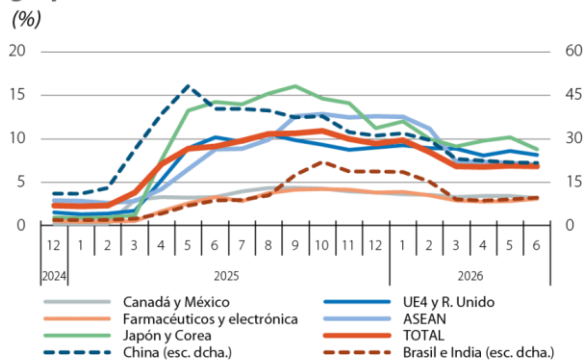
Diferencial de inflación (p.p.)*



Nota: * Promedio marzo-agosto 2026 vs. 2025.

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

Arancel efectivo promedio sobre las importaciones de EE. UU.: principales grupos de socios comerciales

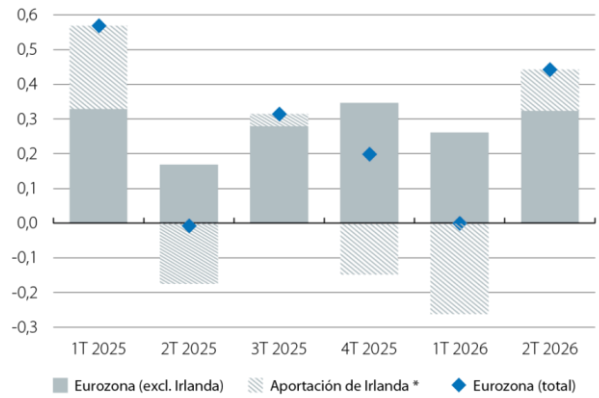


Notas: UE4 = Alemania, Francia, Italia y España. ASEAN = Camboya, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam. Farmacéuticos y electrónica (productores) = Bélgica, Irlanda, Países Bajos, Suiza, Singapur y Taiwán. Peso de los flujos de comercio en 2025.

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

Eurozona: PIB

Variación intertrimestral (%)

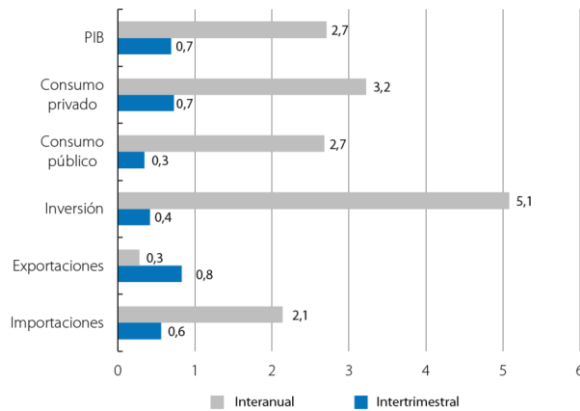


Nota: * Aportación de Irlanda al crecimiento intertrimestral de la eurozona en p. p.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat del 14 de agosto de 2026.

España: crecimiento del PIB y sus componentes en el 2T 2026

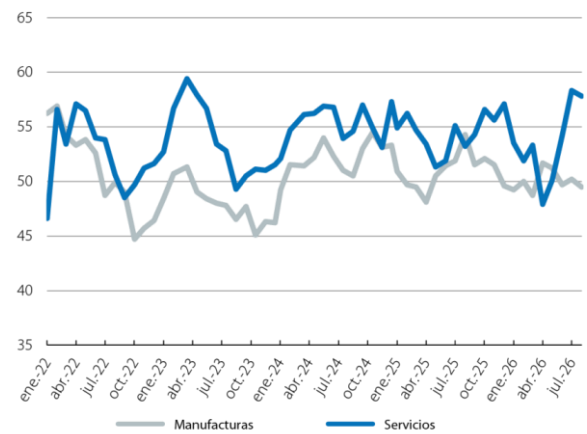
Variación (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PMI

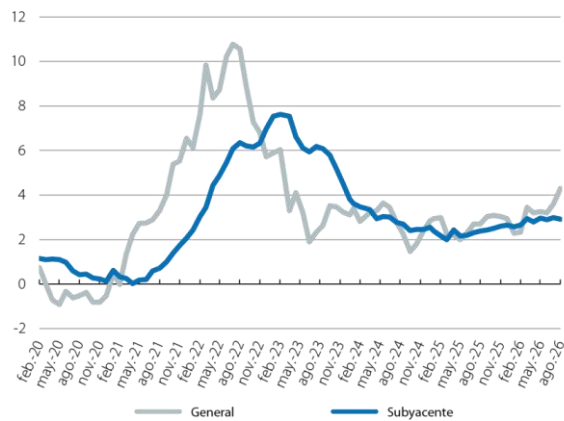
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

España: IPC

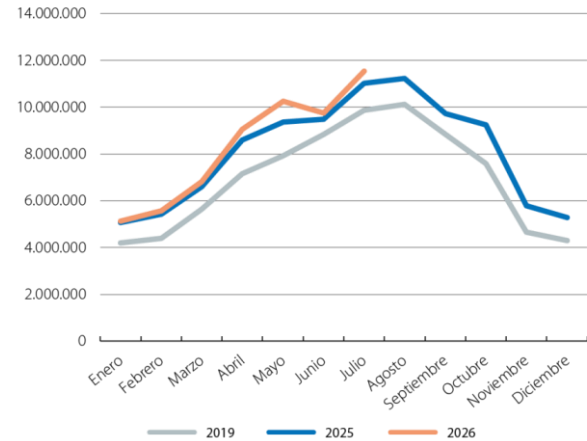
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: turistas extranjeros

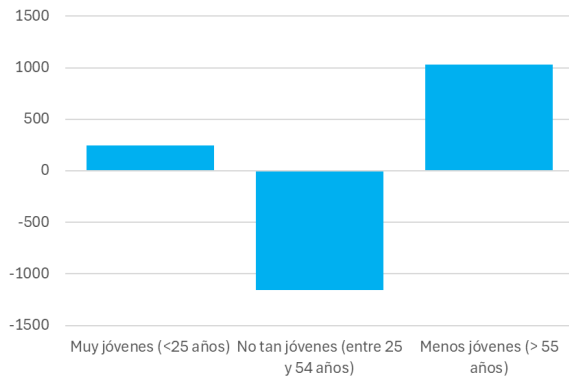
Número



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Espanoles ocupados o que buscan empleo por edad

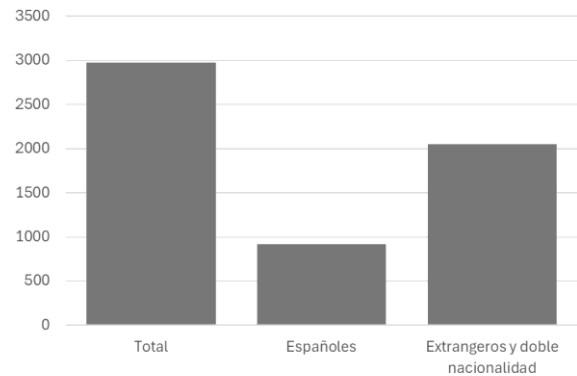
Var. entre 2016 T2 y 2019 T2 (miles)



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos del INE

Ocupados por nacionalidad

Var. entre 2016 T2 y 2019 T2 (miles)



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos del INE

España: peso del consumo mediante comercio electrónico

(%)

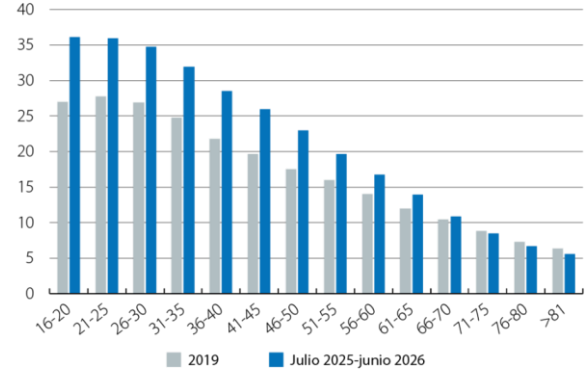


Notas: El gasto en línea incluye las compras realizadas por canales digitales con tarjetas emitidas por CaixaBank. El gasto total realizado con tarjeta incluye todas las compras realizadas con tarjeta (presenciales y en línea). El gasto total añade, además, los reintegros en efectivo realizados en cajeros. Para 2026, datos hasta junio.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

España: peso del gasto en comercio electrónico por cohorte de edad en 2019

(%)



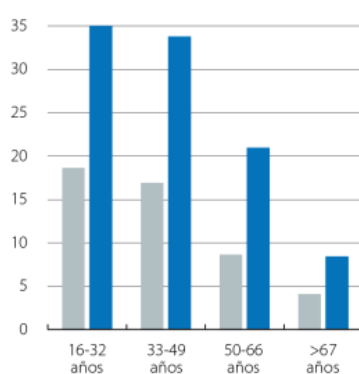
Nota: Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

España: peso del consumo mediante comercio electrónico, por edades y años

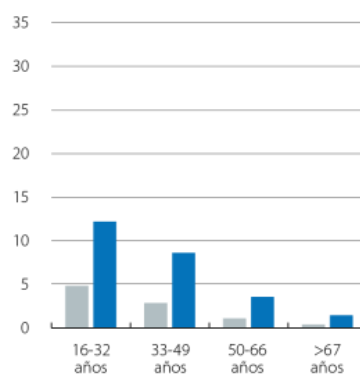
Gasto en moda

(%)



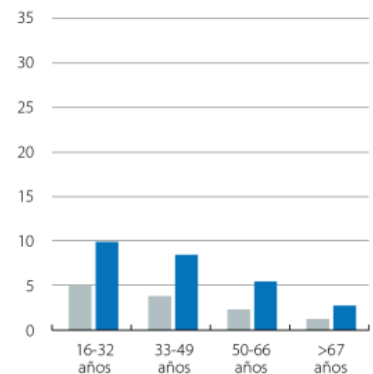
Gasto en bares y restaurantes

(%)



Gasto en supermercados y alimentación

(%)

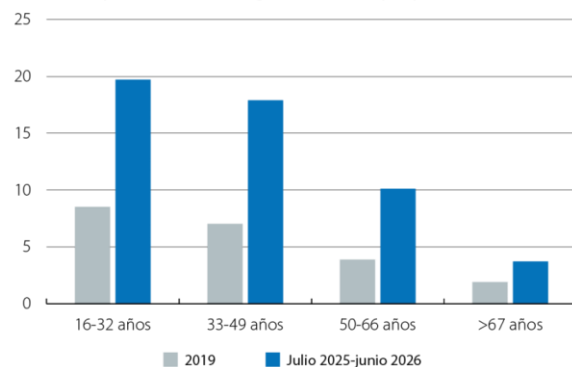


Nota: Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

España: consumidores digitales en moda, por edades y años

Personas que realizan más gasto online que presencial (%)

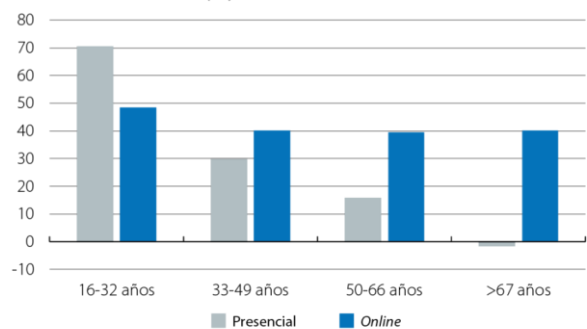


Nota: Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

España: impacto del Mundial de fútbol por grupos de edad

Variación interanual (%)



Nota: Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank durante las horas en torno a los partidos de la selección española durante el Mundial de fútbol 2026 respecto a un día equivalente del año anterior.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.