

## 1. Entorn geopolític

### 1.1. Geopolítica internacional

**El conflicte a l'Orient Mitjà es manté obert i generalitzat.** Els houthis del Iemen (pròxims al règim de l'Iran) van fer avenços en el seu conflicte amb l'Aràbia Saudita en prendre el control del port de Mokha i de l'illa Perim, actius estratègics clau per al control de l'estret de Bab-el-Mandeb i del trànsit marítim al Mar Roig. A més a més, atacs llançats pels houthis van forçar el tancament temporal de l'oleoducte Est-Oest d'Aràbia Saudita, que havia estat sent utilitzat per portar bona part de la producció del país cap al port de Yanbu al Mar Roig, amb l'objectiu d'evitar l'estret d'Ormuz. Segons premsa, el govern de la Xina hauria demanat a l'Iran que pressionés els houthis per tal que reduïssin els seus atacs, encara que hi ha dubtes de la veritable capacitat de l'Iran de controlar aquesta milícia. En relació amb el trànsit a Ormuz, hi ha evidència d'un creixent nombre de creuaments per part de vaixells petrolers, possiblement per la pressió internacional sobre l'Iran, encara que també s'han produït atacs als vaixells que han intentat creuar el bloqueig iranià (subjecte a un peatge) i el contrabloqueig nord-americà. **Les perspectives de resolució a curt termini es mantenen allunyades.** D'una banda, Iran, malgrat tensions econòmicofinanceres domèstiques, provocades pels menors ingressos per exportació de cru (pel contrabloqueig dels Estats Units) vol evitar un acord que pugui ser interpretat com una victòria política per a Trump, abans de les eleccions de mig mandat. D'altra banda, Trump ha centrat el missatge que el preu del petroli i la benzina cauran ràpidament un cop s'arribi a un acord i, segons informacions, hauria descartat un marc d'acord que s'hauria aconseguit en negociacions realitzades a l'Assemblea General de les Nacions Unides. Amb tot això i malgrat la comunicació erràtica que pugui fer Trump, el conflicte es prolongarà almenys fins al novembre.

**L'esperada cimera a Trump i Xi es va tancar sense cap acord significatiu, més enllà de l'extensió de la treva comercial entre els dos països en dos mesos,** fins al 10 de gener del 2027, en comptes del novembre del 2026. Segons premsa, la Xina hauria demanat una extensió de dos anys, cosa que hauria cobert la resta de la presidència de Trump. Més enllà d'aquest aspecte, la cimera va ser relativament superficial i no suposa ni una escalada ni una reducció de les tensions entre tots dos països. La Xina va insistir en la petició que els Estats Units s'oposin a la independència de Taiwan, tot i que no van obtenir resposta per part de Trump. Altres temes com la IA o el conflicte a l'Orient Mitjà no van ser tractats de manera explícita. Per la seva banda, la Xina va insistir en la necessitat d'estabilitat en les relacions entre les dues superpotències, citant el concepte d'«estabilitat estratègica constructiva» i utilitzant expressions com «coexistència».

**En les darreres setmanes, Trump ha insistit en la necessitat d'una desescalada del conflicte a Rússia i Ucraïna,** com a possible eina per reduir l'augment dels preus de l'energia. Des de finals del 2026, Ucraïna ha centrat els seus atacs a Rússia a la infraestructura energètica i de transport del país, especialment refineries, i ha aconseguit impactar la capacitat de producció i exportació russa. Els Estats Units han enviat delegacions a negociar amb Rússia i han mantingut reunions amb el president d'Ucraïna, encara que la possibilitat d'un acord que podria ser d'alto el foc sembla, ara com ara, remota.

**El president i conseller delegat d'Anthropic (model: Claude) va fer una crida a reduir el ritme de desenvolupament de la IA,** una iniciativa a què OpenAI (model: ChatGPT) ha afirmat que se suma. La carta oberta demana un augment del control dels models desenvolupats i de les

restriccions a les exportacions de xips a la Xina, reconeixent la competència geoestratègica del país. Aquesta proposta té lloc en un entorn marcat per incidents de ciberseguretat creixents protagonitzats per agents d'IA que han arribat a penetrar en infraestructures públiques. L'entorn de la IA s'està caracteritzant per una creixent competència entre els coneguts com a models tancats (com Claude i ChatGPT) i la de models oberts com els desenvolupats, sobre tot, per empreses xineses.

**La UE ha convidat Canadà a convertir-se en un Estat Associat de la UE**, un moviment que va ser benvingut pel primer ministre canadenc, M. Carney. La proposta es contempla més com un acord basat en valors i objectius amb algunes possibles àrees de cooperació (com ara el flux de persones), que no com un procés formal d'accés del Canadà com a membre de la UE i del Mercat Comú. La cimera UE-Canadà de finals d'octubre pot aportar més informació sobre la forma d'aquesta possible aliança

## 1.2. Política domèstica

**Als Estats Units, les darreres enquestes mostren un creixent viratge del vot cap als candidats del partit demòcrata a les eleccions de mig mandat**, previstes per al 3 de novembre. Amb això, els models estadístics i els mercats d'apostes atribueixen una probabilitat elevada a que el partit demòcrata pugui prendre el control de la Cambra de Representants i, encara que amb menys certesa, el Senat. En aquest context, la popularitat de Trump ha marcat nous mínims històrics. Per categories, la valoració neta (diferencial entre els favorables i els desfavorables) ha passat a ser negativa en inflació (-46 %), la gestió de l'economia (-32 %) i la immigració (-13,0 %). D'altra banda, el Tribunal Suprem va invalidar l'ordre executiva de Trump per canviar el sistema de vot per correu que generava un cost de compliment elevat per als Estats, incloent-hi l'ús d'un portal electrònic que encara no està disponible. Finalment, la legislació promoguda per l'administració Trump que busca restringir l'accessibilitat al vot en dificultar el registre de votants, coneguda com a SAVE Act, ha estat aprovada per la Cambra de Representants, però està aturada al Senat.

**A Alemanya, les eleccions regionals a tres estats (Länder) van confirmar el mal moment de la CDU, el partit del canceller F. Merz**, que s'enfronta a tensions creixents dins del seu partit i de la coalició de govern amb el partit socialista (SPD) i a una popularitat molt reduïda. Tot i això, Merz ha descartat dimitir o fer canvis al govern en un procés que seria complex i que no compta amb un candidat alternatiu clar. El partit d'extrema-dreta, Alternativa per a Alemanya (AfD) es va imposar a les eleccions del Land de Saxònia-Anhalt, amb prop d'un 44 % dels vots i va aconseguir 39 escons, de manera que es va quedar curt de la majoria absoluta (42 escons) i en les eleccions del Land de Mecklenburg-Pomerània Occidental, on va obtenir un 38 % dels vots, quedant per davant de l'SPD (35 %). En aquests últims comicis, la CDU no va assolir el 5 % dels vots i no va aconseguir representació al parlament regional, el seu pitjor resultat electoral des de la Segona Guerra Mundial. A Berlín, el partit d'extrema-esquerra, die Linke, es va imposar a les eleccions i els dos partits de la coalició de govern nacional (CDU i SPD) van perdre al voltant d'un terç dels seus vots i dels seus representants.

**A França, la incertesa política es manté elevada en un context de paràlisi política**. El govern ha reconegut que el dèficit fiscal del 2026 serà del 5,4 % del PIB, més gran que l'objectiu establert (4,6 %) i que el registrat el 2025 (5,1 %). La no-aprovació d'un pressupost portaria el dèficit per sobre del 6 % del PIB el 2027 i, per evitar aquesta possibilitat, el govern ha indicat que buscarà fer un ajust fiscal substancial mitjançant una reducció de la despesa pública (límits a l'augment de pensions i sous públics i restricció de la despesa dels governs locals, entre d'altres) i un augment dels ingressos. A l'apartat polític, les eleccions parcials al Senat van suposar l'avenç del partit d'extrema-dreta Reagrupament Nacional (RN) que aconseguiria formar grup propi, un objectiu que també podria assolir el partit d'extrema-esquerra França Insubmisa. Tot en un context en què els partits tradicionals i de centre han tendit a perdre suports i escons.

**La immigració i l'habitatge fan augmentar la tensió política i social a Espanya.** Des de l'estiu, la immigració ha emergit com una preocupació creixent entre la ciutadania i com a estratègia de mobilització i polarització per part dels partits polítics. Més recentment, l'habitatge ha tornat a centre polític i mediàtic i ha portat partits polítics i moviments socials a demanar legislació per limitar el preu de l'habitatge, dels lloguers i limitar la possibilitat de desnonaments sense alternativa habitacional. El Consell de Ministres va aprovar un Reial decret llei –que ara passarà al Congrés– amb mesures com a protecció davant de desnonaments, ajustaments impositius (IVA del 10 % per a pisos turístics i del 4 % per a l'habitatge de protecció pública), deduccions al lloguer per a rendes baixes i una pròrroga de dos anys per a contractes de lloguer. **L'ambient preelectoral mantindrà les tensions polítiques elevades i els anuncis de polítiques i de propostes se succeiran en els propers mesos.** Atès que la data límit per a la celebració d'eleccions és agost del 2027, la convocatòria hauria de fer-se abans del maig del 2027 i, malgrat que un avançament electoral ha estat descartat repetidament pel president del govern, P. Sánchez, no és descartable que busqui una contemporització dels comicis amb els desenvolupaments polítics, socials i econòmics.

► **Focus:** Incertesa política a Europa: Implicacions estratègiques, econòmiques i financeres

## 2. Entorno macroeconómico y financiero

### 2.1. Entorno económico

**L'OCDE va actualitzar les perspectives econòmiques** destacant la resistència que l'economia global ha mostrat als impactes del conflicte a l'Orient Mitjà gràcies a: (i) l'ús d'inventaris i altres mesures de compensació; (ii) les mesures de suport públic; i (iii) l'activitat associada a la IA. En endavant, les perspectives depenen en gran mesura de la resolució del conflicte a l'Orient Mitjà, que impulsa el preu del cru i la inflació i els costos de producció. L'OCDE assenyala que l'augment de tipus d'interès davant de preocupacions fiscals creixents i de la forta emissió de grans empreses tecnològiques no ha suposat, per ara, un tensionament significatiu de les condicions financeres. L'organisme revisa a l'alça les perspectives d'activitat per als Estats Units i la zona euro, encara que a la baixa per a França. En el cas de la inflació, les principals revisions són per a la dada del 2027, que es revisa 5 dècimes a l'alça a la zona euro, als Estats Units i al conjunt del G-20. Els riscos estan esbiaixats a la baixa i provenen de l'impacte de nous xocs d'oferta sobre els preus (p.ex. el Niño), de nous augments en els tipus sobirans a llarg termini i de possibles decepcions a les inversions associades a la IA.

**Els Estats Units exhibeixen fortaleza econòmica** a l'última ronda de dades. L'indicador de confiança empresarial PMI per al conjunt de l'economia va repuntar al setembre fins a un màxim de cinc anys (58,4; ago26: 56,0), superant les expectatives del consens d'analistes i amb millores tant a l'indicador del sector manufacturer, com el del sector serveis. Les dades de mercat laboral de l'agost van registrar una creació de 162.000 llocs de treball i van incloure revisions a l'alça a les dades dels mesos anteriors, que havien estat relativament febles. La taxa d'atur es va mantenir en el 4,1 %, mentre que la dinàmica salarial es va moderar fins a un 3,1 % interanual (jul26: 3,2 %). Pel que fa als preus, la inflació a l'agost va mostrar la mateixa taxa interanual que el mes anterior (3,4 %), per sota de les taxes registrades a la primavera i l'estiu.

**L'economia xinesa es manté feble i dual** entre la feblesa de la demanda domèstica i el dinamisme relatiu del sector tecnològic i industrial. Les vendes al detall a l'agost van decebre al consens i es van moderar fins al 0,4 % interanual (jul26: 0,6 %), llastades per les vendes de béns no peribles com els automòbils (-18,5 % interanual) i mobiliari (-7,5 %). La inversió en capital fix va accelerar la caiguda a l'agost (-7,2 %; jul26: -6,7 %), el nivell més baix des del Covid i malgrat la favorable evolució de la inversió en sectors d'alta tecnologia (+5,2 %). En canvi, la producció industrial es va accelerar a l'agost fins al 5,2 % interanual (jul26: 4,5 %), amb una bona evolució de les manufactures, especialment les d'alta tecnologia, transports i maquinària elèctrica. El sector

exterior continua mostrant un comportament extraordinari, amb les exportacions creixent un 25,0 % interanual a l'agost (jul26: 23,9 %) recolzat, una altra vegada, pels sectors d'alta tecnologia, com ara semiconductors (+129,8 %) i la maquinària de procés de dades (68,7 %). Aquests mateixos sectors també tenen una importància substancial en el dinamisme de les importacions, confirmant-ne la importància estratègica per al país. Per la seva banda, la inflació es va mantenir a l'agost en nivells propers, però per sota de l'1 % (0,8 %; jul26: 0,5 %).

**La zona euro manté un dinamisme creixent.** L'indicador de confiança empresarial PMI de la zona euro va mostrar al setembre un repunt (53,1; ago26: 52,0) que el va dur a un màxim de tres anys i amb la millora fent-se extensiva al sector manufacturer i al sector serveis. Tot i això, les dades coincidents d'activitat mostren una imatge menys optimista. En negatiu, les vendes al detall van decebre les expectatives del consens i es van moderar el juliol (0,6 % interanual; jun26: 1,4 %) i la producció industrial es va mantenir estancada el mateix mes (0,0 %; jun26: -0,3 %), registrant fins i tot una contracció substancial a Alemanya. En positiu, la dada final del PIB del segon trimestre del 2026 es va revisar fins a un creixement trimestral del 0,6 % (estimació inicial: 0,4 %), fet que porta la taxa interanual fins a l'1,2 % (1T26: 1,0 %). Malgrat tot, França destaca en negatiu, amb un PIB estancat el segon trimestre (0,0 %) i caigudes en les dades d'activitat com la producció industrial, malgrat una certa millora en els indicadors de confiança empresarial. Pel que fa als preus, la inflació es va accelerar a l'agost fins al 3,2 % interanual (jul26: 2,9 %), alhora que la taxa subjacent es va moderar fins al 2,4 % (jul26: 2,5 %).

**Espanya manté un dinamisme superior al de la zona euro, tot i que amb una inflació molt més elevada.** L'oficina d'estadística europea ha confirmat que el creixement del PIB del 2T26 va ser del 0,7% trimestral, encara que les revisions de dades anteriors van portar la taxa interanual fins al 2,6 %, just per sota de la taxa dels tres trimestres anteriors. Al setembre, els indicadors de confiança empresarial es van moderar, fins a situar-se per sota de 50 per al sector manufacturer (49,5; ago26: 50,2), però retenint nivells molt elevats al sector serveis (57,8; ago26: 58,3). La producció industrial es va moderar al juliol (2,6 %; jun26: 3,8 %), encara que el seu dinamisme es manté per sobre del conjunt de la zona euro. Pel que fa al sector immobiliari, la manca d'activitat del sector construcció manté constreta l'oferta, cosa que contribueix a l'elevat dinamisme dels preus, que van augmentar un 3,4 % trimestral el 2T26 i van deixar la taxa interanual fins al 12,2 % (1T26: 12,9 %). Aquest fort dinamisme dels preus ha portat a terreny negatiu les dades de compravenda d'habitatges (jul26: 5,1 % interanual) i la constitució d'hipoteques (jul26: -3,5 %), malgrat el creixement del volum de crèdit hipotecari concedit. Pel que fa als preus, la inflació es va accelerar al setembre fins al 4,9 % interanual (ago26: 4,3 %; jul26: 3,6 %), un màxim des del febrer del 2023, pel venciment d'algunes de les ajudes introduïdes a les primeres fases del conflicte a l'Orient Mitjà. La taxa subjacent es va accelerar fins al 3,1 % interanual al setembre (ago26: 2,9 %), seguint la línia ascendent dels darrers mesos.

**Tabla 1. Quadre macroeconòmic**

|              |                    | Dades        |            |          | Perspectives 2026 |
|--------------|--------------------|--------------|------------|----------|-------------------|
|              |                    | Darrera dada | Fa 3 mesos | Fa 1 any | (FMI, abr-26)     |
| Estats Units | PIB (% interanual) | 2,2          | 2,6        | 2,4      | 2,3               |
|              | IPC (% interanual) | 3,4          | 4,2        | 2,9      | 3,2               |
|              | Taxa d'atur (%)    | 4,1          | 4,3        | 4,3      | 4,4               |
| Zona euro    | PIB (% interanual) | 1,2          | 0,6        | 1,4      | 1,1               |
|              | IPC (% interanual) | 3,2          | 3,2        | 2,0      | 2,6               |
|              | Taxa d'atur (%)    | 6,4          | 6,4        | 6,3      | 6,2               |
| Espanya      | PIB (% interanual) | 2,6          | 2,6        | 2,6      | 2,1               |
|              | IPC (% interanual) | 3,1          | 2,9        | 2,4      | 3,0               |
|              | Taxa d'atur (%)    | 9,9          | 10,8       | 10,3     | 9,8               |

Fonts: Bloomberg i FMI.

## 2.2. Entorn financer

A l'informe trimestral, el BIS destaca que l'augment de les rendibilitats del deute sobirà no ha suposat un càstig per a les condicions financeres i la inversió en actius de risc. Aquest moviment

a l'alça va estar explicat per l'augment de les tensions geopolítiques i dels preus energètics, la incertesa sobre la funció de reacció de la Reserva Federal sota el seu nou president, K. Warsh, i un focus creixent en la fiscalitat de les economies, que ha impulsat els tipus d'interès a la part més llarga de les corbes de tipus. Les preocupacions sobre una possible decepció del retorn de les inversions al sector tecnològic han portat els inversors a diversificar les seves inversions per sectors i per geografies, amb evidència, per exemple, als mercats de crèdit empresarial, d'una discriminació creixent en funció de la qualitat de l'emissor, que s'ha traslladat als volums d'emissions.

### 3. Mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

#### 3.1. Bancs centrals

##### 3.1.1. BCE

**El BCE, a la reunió del 10 de setembre, va augmentar el tipus de dipòsit en 25 punts bàsics, fins al 2,50 %, en una decisió esperada i totalment descomptada pels mercats financers.** En allò que va ser interpretat com una mostra d'un to més procliu a nous augments del tipus oficial en endavant, el comunicat de la reunió va incloure una nova frase en relació amb anteriors advertint que la inflació romandrà per sobre de l'objectiu del banc central durant un temps prolongat. En aquest mateix sentit, la presidenta del BCE, C. Lagarde, va qualificar la pujada del tipus rector com a «òbvia» i va mostrar la seva sorpresa per la resistència econòmica exhibida per la zona euro. En sentit contrari, C. Lagarde, va fer unes declaracions posteriors en què destacava que, atesa la manca d'evidència d'efectes de segona ronda, el BCE havia d'adoptar una resposta mesurada i que les condicions financeres estan limitant el traspàs dels costos energètics al conjunt de l'economia.

**El BCE va revisar a l'alça les seves perspectives d'activitat i inflació** en el que es va interpretar com una altra mostra de disposició a augmentar el tipus oficial d'ara endavant. Pel que fa a la inflació, la màxima autoritat monetària contempla una taxa d'inflació més elevada per al 2027 (2,5 %; ant.: 2,3 %) i per al 2028 (2,1 %; ant.: 2,0 %), que també s'estén a les perspectives per a la taxa subjacent, per al 2027 (2,6 %; ant.: 2,2 %) i per al 2028 (2,3 %; ant.: 2,2 %). Pel que fa a l'activitat, el BCE fa una revisió a l'alça per al 2026 (0,9 %; ant.: 0,8 %) i per al 2027 (1,4 %; ant.: 1,2 %).

**El mercat atorga una probabilitat reduïda a un augment del tipus de dipòsit a la reunió d'octubre,** encara que la dona per descomptada abans que s'acabi l'any. De cara a mitjans del 2027, el mercat està descomptant fins a tres pujades addicionals del tipus de dipòsit, el que el deixaria en el 3,25%.

**En la nostra visió, el BCE augmentarà els tipus una vegada més al 2026 i possiblement durà a terme un augment addicional a la primera part del 2027,** tot i que evitarà augments addicionals del tipus rector pel seu possible impacte sobre l'activitat. En un escenari d'agudització del conflicte i de fort augment dels preus de l'energia, el BCE augmentaria els tipus de forma més decidida.

##### 3.1.2. Fed

**La Fed va augmentar els seus tipus de referència en 25 punts bàsics, fins al rang 3,75 %-4,00 %, a la reunió del 16 de setembre.** La votació va ser unànime, després de les discrepàncies hagudes a totes les reunions des de juliol de 2025 (a excepció de la de juny de 2026). A la roda de premsa posterior, el president de la Fed, K. Warsh, va exhibir un to combatiu contra la inflació, cosa que va ser interpretada com una voluntat més gran d'emprendre nous augments dels tipus d'interès oficials en cas que aquesta no es moderi. En aquest mateix sentit, Warsh va indicar que tot i que

l'augment de tipus suposava la retirada de certa acomodació, les condicions financeres encara eren lluny de ser restrictives.

**La Fed va revisar a l'alça les seves perspectives d'activitat i inflació**, en el que es va llegir com una altra senyal que disposava de marge per continuar augmentant els tipus d'interès oficials. La màxima autoritat monetària va revisar lleugerament a l'alça les seves previsions de creixement del PIB per al 2026 (2,3 %; ant.: 2,2 %) i per al 2027 (2,4 %; ant.: 2,3 %) i d'inflació, aproximada pel deflactor del consum personal, per al 2026 (3,7 %; ant.: 3,6 %) i per al 2028 (2,1 %; ant.: 2,0 %), que també van anar acompanyades de lleugeres revisions a la taxa d'inflació subjacent.

**El mercat ha elevat la probabilitat d'una pujada del tipus rector a la reunió d'octubre**, fins a situar-la al voltant del 50 %. En qualsevol cas, el mercat ha arribat a descomptar fins a quatre augments addicionals dels tipus oficials de la Fed de cara a la part final del 2027, tres de les quals podrien tenir lloc abans del final del primer trimestre d'aquell any.

**En la nostra opinió, la Fed escometrà un nou augment del tipus rector abans de final d'any** i es podria veure forçada a fer una nova pujada del tipus rector a la primera part del 2027, abans que la inflació iniciï un camí de moderació i permeti una estabilització dels tipus i un possible canvi de biaix en la política de la Fed.

### 3.1.3. Altres bancs centrals

**El Banc d'Anglaterra (BoE) va deixar el tipus de referència en el 3,75 %**, encara que tres dels nou membres del comitè van votar a favor d'un augment. El BoE també va ajustar el seu programa de reducció de balanç i va limitar les vendes de deute de llarg termini, almenys fins a l'abril del 2027, en un context marcat pel fort repunt d'aquestes rendibilitats en els darrers mesos.

**El Banc del Japó va augmentar el tipus rector en 25 punts bàsics, fins a l'1,25 %**, tot i que la decisió va tenir dos vots en contra, que es van posicionar a favor de no augmentar el tipus d'interès. Aquests dos vots en contra van ser emesos per membres del Comitè de Política Monetària nomenats per l'actual primera ministra actual, S. Takaichi, que s'ha posicionat en contra de nous augments dels tipus d'interès.

**Tabla 2. Pròxims esdeveniments macrofinancers**

| Data         | Reunió/Esdeveniment | Comentari                                                                     |
|--------------|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 29 d'octubre | Reunió del BCE      | El mercat assigna una probabilitat reduïda a un augment del tipus de dipòsit. |
| 28 d'octubre | Reunió de la Fed    | El mercat assigna una probabilitat elevada a un augment del tipus rector.     |

## 3.2. Renda fixa

**Les rendibilitats del deute sobirà han augmentat amb força durant el mes de setembre.** El moviment ha estat més acusat als trams curts afectats pel repunt dels preus de l'energia, unes taxes d'inflació elevades i les sorpreses macroeconòmiques que han afectat les expectatives sobre la política monetària. Els augments de tipus per part dels principals bancs centrals (BCE, Fed i Banc del Japó), juntament amb un discurs que mostra preocupació per la inflació i confiança en la situació econòmica, ha portat els mercats financers a cotitzar una pujada més agressiva (més ràpida i fins a nivells una mica superiors) dels tipus d'interès oficials, tant als Estats Units com a la zona euro. Els trams més llargs de la corba s'han vist menys afectats per aquesta recalibració d'expectatives d'inflació i de tipus, però sí subjectes a atenció per la situació fiscal dels països i la competència creixent amb les emissions privades, especialment per part d'empreses associades al sector tecnològic i la IA. Amb això, el tipus d'interès a 10 anys als Estats

Units ha superat el 5,30 %, un màxim des del 2007, mentre que la referència a 30 anys s'ha situat per sobre del 5,60 %, el nivell més alt des del 2004. Per la seva banda, la referència alemanya a 10 anys ha arribat a cotitzar per sobre del 3,60 %

**Als Estats Units, el Tresor ha augmentat el volum d'intervenció al mercat de deute sobirà.** El secretari del Tresor, S. Bessent, va anunciar augments dels volums de les operacions de recompra de deute públic a llarg termini fins als 6 mil milions de dòlars en cada operació. Aquestes operacions del Tresor estaven inicialment dissenyades per donar liquiditat a aquests actius. Les primeres operacions realitzades després dels anuncis van tenir una efectivitat limitada en la reducció de la rendibilitat del deute sobirà i, després de l'anunci de l'augment de volum, una de les operacions va tenir una demanda limitada, amb peticions de venda per sota de l'oferta de compra per part del Tresor.

**La prima de risc sobirà de França ha repuntat de manera substancial,** en un entorn de creixent incertesa política abans les eleccions de l'abril del 2027, el deteriorament de la situació fiscal i una evolució econòmica pitjor que la del conjunt de la zona euro. Amb això, la rendibilitat del bo francès a 10 anys ha superat els 120 punts bàsics, un màxim des del 2012. Això contrasta amb els nivells per sota dels 90 punts bàsics des del 2024 (quan s'inicia el període de creixent inestabilitat de l'executiu amb canvis de primer ministre) i de 50 punts bàsics, des del 2015. Les primes de risc sobirà d'Itàlia i Espanya han repuntat, encara que menys que la de França, mantenint-se per sota de 55 punts bàsics en el cas d'Espanya i de 105 punts bàsics a Itàlia.

**Els spreads de crèdit corporatiu en euros s'han ampliat de forma notable** i es troben en un màxim des d'abril tant pel deute corporatiu d'alta qualitat creditícia (*high yield*) com pel deute corporatiu de menor qualitat creditícia (*investment grade*). L'entorn de tipus d'interès més elevats, d'incertesa política i de preus més elevats de l'energia suposa un entorn complex per a les empreses, que també s'enfronten a una major discriminació del risc per part dels inversors.

► **Focus:** [Què ens diu el repunt dels corbes de deute sobirà?](#)

### 3.3. Divises i primeres matèries

**El dòlar s'ha apreciat en els seus principals creuaments** especialment a partir de la reunió de la Fed, que va donar una mica més d'informació sobre la seva manera d'actuar i el compromís en la lluita contra la inflació. Això es va traduir en un augment dels tipus de referència i en una valoració que, si la inflació no es redueix ben aviat, la Fed haurà de continuar actuant. Enfront del ien i després d'un moviment de depreciació les primeres setmanes del mes que el porto a mínims des del febrer del 2026, el dòlar ha reprès un camí d'apreciació. Aquesta trajectòria està marcada pel fet que el Banc del Japó, tot i augmentar el tipus rector en 25 punts bàsics com va fer la Fed, no va comptar amb unanimitat i no va enviar un missatge tan contundent sobre possibles futures pujades del tipus rector.

**El preu del petroli ha continuat repuntant al setembre.** L'augment de les tensions a l'Orient Mitjà va fer que el preu abandonés els nivells de 90 dòlars per barril assolits a finals d'agost en un context d'hostilitats, però de certa porositat en els bloquejos establerts pels Estats Units i l'Iran sobre l'estret d'Ormuz. Aquest tensionament es va concretar en preus de fins a 110 dòlars per barril a partir de: (i) l'augment d'atacs a vaixells que creuaven l'estret d'Ormuz, tant per part de l'Iran com dels Estats Units; (ii) la presa de posicions estratègiques per part dels houthis, que els permet exercir un major control en el trànsit marítim a les rutes de Mar Roig; i (iii) l'atac a l'oleoducte Est-Oest d'Aràbia Saudita, que estava transportant fins a 5 milions de barrils per dia (equivalents a un 5 % de la producció global) per a la càrrega al port de Yanbu al Mar Roig i actuava com un dels factors de compensació de la caiguda d'oferta procedent del golf Pèrsic per l'estret d'Ormuz. A la part final del mes, el preu es va relaxar fins a nivells al voltant dels 100 dòlars per barril, a partir de les notícies que apuntaven a una possible aproximació entre els

Estats Units i l'Iran i de certa recuperació del trànsit de vaixells a l'estret d'Ormuz i de l'alliberament de reserves estratègiques per part dels Estats Units.

**Els preus dels metalls preus han retrocedit les últimes setmanes**, llastats pel to més agressiu en la lluita contra la inflació exhibit pels principals bancs centrals, com la Fed i el BCE. Amb això, el preu de l'or i la plata han reculat entre un 7 % i un 10 % des de finals d'agost. D'altra banda, **els metalls industrials han tancat el mes en nivells similars als del mes anterior**, que, en casos com el coure, l'estany i el zinc, implica que es mantenen molt a prop dels màxims històrics.

**Els preus agrícoles han aturat el seu augment dels últims mesos** i es mantenen a prop dels nivells assolits en setmanes anteriors, tot i que encara allunyats dels màxims marcats entre el 2021 i el 2023 davant l'escalada del conflicte entre Ucraïna i Rússia. Amb tot, l'índex de preus dels aliments publicat per la FAO registra un augment interanual del 13,3 % interanual a l'agost en un entorn en què es mantenen dubtes els dubtes sobre la producció en algunes regions clau (els Estats Units i la Unió Europea, entre d'altres) afectades per onades de calor i sequeres i sobre els ports del Mar Negre, claus per a les exportacions per part de Rússia i Ucraïna. Això es suma a un augment de la demanda d'etanol en un context d'augment del preu del petroli. Segons l'Organització Meteorològica Mundial, el Niño s'està intensificant i es donen les condicions perquè pugui persistir almenys fins al febrer del 2027, amb el pic d'intensitat aconseguint-se a finals del 2026.

► **Focus:** [Com ens afecten els esdeveniments climàtics extrems?](#)

**Tabla 3. Evolució dels mercats de renda fixa, divises i primeres matèries**

|                                                           | Darrera dada | Fa 1 mes |        | Des de l'1 de gener |        | Fa 1 any |        |
|-----------------------------------------------------------|--------------|----------|--------|---------------------|--------|----------|--------|
|                                                           |              | Nivell   | Canvi  | Nivell              | Canvi  | Nivell   | Canvi  |
| BCE - Tipus de refinançament (%)                          | 2,65         | 2,40     | 25,0   | 2,15                | 50,0   | 2,15     | 50,0   |
| BCE - Tipus de dipòsit (%)                                | 2,50         | 2,25     | 25,0   | 2,00                | 50,0   | 2,00     | 50,0   |
| Euribor 3 mesos (%)                                       | 2,62         | 2,61     | 0,9    | 2,03                | 59,1   | 2,03     | 58,5   |
| Euribor 12 mesos (%)                                      | 3,33         | 3,03     | 30,0   | 2,24                | 108,6  | 2,19     | 113,6  |
| Alemanya: Bo 2 anys (%)                                   | 3,07         | 2,96     | 10,2   | 2,12                | 94,3   | 2,01     | 105,2  |
| Alemanya: Bo 10 anys (%)                                  | 3,51         | 3,34     | 16,4   | 2,86                | 65,3   | 2,71     | 79,5   |
| Espanya: Bo 2 anys (%)                                    | 3,27         | 2,99     | 28,2   | 2,27                | 100,2  | 2,10     | 117,5  |
| Espanya: Bo 10 anys (%)                                   | 4,14         | 3,80     | 34,0   | 3,29                | 84,7   | 3,25     | 88,2   |
| Espanya: Prima de risc a 10 anys (pb)*                    | 62,7         | 45,1     | 17,6   | 43,3                | 19,4   | 54,0     | 8,7    |
| França: Prima de risc a 10 anys (pb)*                     | 141,10       | 86,30    | 54,8   | 3,56                | 137,5  | 3,53     | 137,6  |
| Itàlia: Prima de risc a 10 anys (pb)*                     | 118,60       | 82,80    | 35,8   | 3,55                | 115,0  | 3,53     | 115,1  |
| Fed - Banda baixa del tipus rector (%)                    | 3,75         | 3,50     | 25,0   | 3,50                | 25,0   | 4,00     | -25,0  |
| Fed - Banda alta del tipus rector (%)                     | 4,00         | 3,75     | 25,0   | 3,75                | 25,0   | 4,25     | -25,0  |
| Estats Units: Bo 2 anys (%)                               | 4,79         | 4,40     | 39,2   | 3,47                | 131,8  | 3,54     | 125,3  |
| Estats Units: Bo 10 anys (%)                              | 5,24         | 4,80     | 44,3   | 4,17                | 107,4  | 4,08     | 115,8  |
| RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>Investment grade</i> (pb)* | 65,7         | 51,9     | 13,9   | 50,7                | 15,1   | 54,9     | 10,9   |
| RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>High yield</i> (pb)*       | 314,4        | 251,2    | 63,2   | 244,2               | 70,2   | 257,9    | 56,5   |
| Dòlars per euro                                           | 1,122        | 1,159    | -3,17% | 1,174               | -4,41% | 1,172    | -4,23% |
| Lliures esterlines per euro                               | 0,851        | 0,857    | -0,74% | 0,872               | -2,47% | 0,872    | -2,39% |
| Yens per euro                                             | 177,1        | 185,6    | -4,58% | 184,1               | -3,80% | 172,4    | 2,70%  |
| Dòlar (tipus de canvi efectiu)                            | 102,1        | 99,7     | 2,43%  | 98,3                | 3,84%  | 97,8     | 4,35%  |
| Brent (dòlars per barril)                                 | 102,3        | 94,7     | 8,09%  | 60,9                | 68,13% | 64,1     | 59,59% |
| Or (dòlars per unça)                                      | 4.162,5      | 4351,4   | -4,34% | 4322,1              | -3,69% | 3845,0   | 8,26%  |

\* p.b. fa referència a punts bàsics, equivalents a 0,01%

Font: Bloomberg.

### 3.4. Mercats de renda variable

**El mes de setembre ha deixat un balanç positiu, encara que més exigent, per a la renda variable i per als actius de risc.** Les borses han mantingut el to alcista, però amb una dispersió regional i sectorial més gran i amb els inversors més selectius davant el fort repunt de les rendibilitats del deute. Malgrat aquest vent en contra, el bon comportament dels beneficis empresarials i la fortaleza de la temàtica d'intel·ligència artificial han continuat sostenint la tolerància pel risc. Als Estats Units, la tecnologia ha conservat el lideratge, tot i que durant el trimestre s'ha produït una certa rotació des de semiconductors cap a programari, mentre que els sectors més sensibles als tipus han quedat endarrerits. A Europa, el comportament ha estat més irregular i s'ha observat recentment una rotació cap a sectors defensius. El principal focus d'incertesa ha estat el conflicte al Pròxim Orient i de l'encariment del petroli, que ha afegit pressió sobre els tipus d'interès. Tot i

així, la volatilitat de la renda variable s'ha mantingut relativament continguda i els actius de risc han mostrat una notable capacitat de resistència.

**Amb la vista posada a l'inici de la temporada de resultats del 3T26, el punt de partida continua sent favorable, especialment als Estats Units.** Les expectatives de beneficis segueixen oferint un suport important a les borses, en un entorn de creixement econòmic resilient i de forta inversió empresarial, especialment vinculada a IA, centres de dades i infraestructures. L'atenció estarà, no obstant, en la qualitat del creixement i els marges: el fort augment del capex tecnològic comença a requerir més finançament extern, elevant la importància de la generació de caixa i la fortalesa dels balanços. A Europa, unes perspectives macroeconòmiques més moderades i els elevats costos energètics es poden traduir en una temporada més desigual entre sectors i companyies. Amb tot, segons Bloomberg, el creixement esperat per a les vendes empresarials al 3T26 per a l'S&P500 seria d'un +10,6 % interanual i d'un +26,8 % en el cas dels beneficis, mentre que en el cas de l'Stoxx 600 europeu, el consens espera un +11.0% en vendes i un +16,8 % en beneficis.

**Pel que fa al posicionament dels inversors, el posicionament actual del mercat deixa oberta la porta a un fort moviment a l'alça.** Els inversors institucionals i les estratègies sistemàtiques han reduït de manera important la seva exposició a borsa, mentre que els *hedge funds* han augmentat recentment les seves posicions baixistes sobre el Nasdaq al ritme setmanal més gran en més d'una dècada. A més a més, els inversors estan comprant amb força opcions a curt termini, que es beneficien de les pujades, probablement com a protecció davant el risc d'haver quedat massa fora del mercat. Aquesta exposició menor a borsa redueix, en principi, el risc de vendes forçades en cas de caigudes del mercat. Tot i això, la combinació de moltes posicions baixistes i una elevada exposició a opcions que es beneficien de les pujades podria tenir l'efecte contrari: accelerar i amplificar una pujada de la borsa si les rendibilitats dels bons (i, per tant, els tipus d'interès de mercat) baixen.

**Tabla 4. Evolució dels mercats de renda variable**

|                                     | Darrera dada | Fa 1 mes |        | Des de l'1 de gener |        | Fa 1 any |         |
|-------------------------------------|--------------|----------|--------|---------------------|--------|----------|---------|
|                                     |              | Nivell   | Canvi  | Nivell              | Canvi  | Nivell   | Canvi   |
| Euro Stoxx 50 (Europa)              | 6.175,5      | 6.369,0  | -3,04% | 5.791,4             | 6,63%  | 5.645,8  | 9,38%   |
| IBEX 35 (Espanya)                   | 19.005,3     | 19.824,0 | -4,13% | 17.307,8            | 9,81%  | 15.496,2 | 22,64%  |
| DAX (Alemanya)                      | 24.939,4     | 25.970,1 | -3,97% | 24.490,4            | 1,83%  | 24.422,6 | 2,12%   |
| CAC (França)                        | 7.835,3      | 8.301,9  | -5,62% | 8.149,5             | -3,86% | 8.056,6  | -2,75%  |
| FTSE MIB (Itàlia)                   | 50.237,9     | 51.915,2 | -3,23% | 44.944,5            | 11,78% | 43.078,1 | 16,62%  |
| Dow Jones Industrial (Estats Units) | 50.926,6     | 52.766,9 | -3,49% | 48.063,3            | 5,96%  | 46.519,7 | 9,47%   |
| S&P 500 (Estats Units)              | 7.666,5      | 7.631,5  | 0,46%  | 6.845,5             | 11,99% | 6.715,4  | 14,16%  |
| NASDAQ (Estats Units)               | 30.501,6     | 29.077,2 | 4,90%  | 25.249,9            | 20,80% | 24.892,8 | 22,53%  |
| Russell 2000 (Estats Units)         | 2.806,6      | 2.920,1  | -3,89% | 2.481,9             | 13,08% | 2.458,5  | 14,16%  |
| Nikkei 225 (Japó)                   | 68.956,7     | 66.215,3 | 4,14%  | 50.339,5            | 36,98% | 44.936,7 | 53,45%  |
| Hang Seng (Hong Kong)               | 3.630,1      | 3.735,7  | -2,83% | 3.907,6             | -7,10% | 4.222,3  | -14,03% |

Font: Bloomberg.

**Tabla 5. Evolució sectorial dels principals índexs de renda variable des del darrer informe**

| IBEX 35 (Espanya)      |        | EURO STOXX 50 (Europa) |        | DOW JONES (Estats Units) |       |
|------------------------|--------|------------------------|--------|--------------------------|-------|
| Energy                 | 3,1%   | Information Technology | 5,3%   | Information Technology   | 7,4%  |
| Utilities              | -0,5%  | Utilities              | -4,3%  | Communication Services   | 4,9%  |
| Information Technology | -5,5%  | Energy                 | -4,7%  | Industrials              | -1,4% |
| Health Care            | -6,4%  | Industrials            | -5,2%  | NullGroup                | -2,1% |
| Materials              | -7,1%  | Materials              | -7,8%  | Energy                   | -2,1% |
| Consumer Staples       | -7,6%  | Consumer Staples       | -8,0%  | Health Care              | -2,2% |
| Financials             | -8,5%  | Financials             | -8,5%  | Consumer Discretionary   | -3,8% |
| Industrials            | -9,4%  | Health Care            | -9,3%  | Materials                | -5,6% |
| Consumer Discretionary | -10,3% | Communication Services | -11,0% | Utilities                | -6,1% |
| Real Estate            | -13,2% | Consumer Discretionary | -14,9% | Financials               | -6,2% |
| Communication Services | -14,3% |                        |        |                          |       |

Font: Bloomberg.

## INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense avís previ. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la contractació dels productes, la realització de les operacions o la prestació dels serveis. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar un indicador fiable de possibles resultats futurs ni una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que ni l'evolució passada dels valors o instruments ni els resultats històrics de les inversions garanteixen l'evolució ni els resultats futurs.

### Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts pel Grup CAIXA ENGINYERS durant l'exercici econòmic, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de qualsevol altra naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès dels socis i sòcies i en favor de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiquin ni els socis i sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operativa personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

© Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crèdit. Tots els drets reservats.