Informe mensual de macroeconomia i mercats financers

1. Entorn geopolític

1.1. Geopolítica internacional

El conflicte a l'Orient Mitjà s'agreuja malgrat alguns anuncis d'aproximació entre les parts, mediats per Qatar i el Pakistan. Els atacs es mantenen i, segons diversos analistes, els Estats Units estarien contemplant escenaris com un possible enquistament del conflicte durant la resta de la presidència de Trump. D'altra banda, també es preveu un augment dels atacs dels Estats Units i Israel a l'Iran després de les eleccions de mig mandat (el 3 de novembre) un cop passada la treva unilateral anunciada pel mateix Trump a principis d'octubre, una possibilitat que pren forma ateses les notícies sobre la retirada de personal diplomàtic de la regió per part dels Estats Units. En aquest sentit, l'Iran va afirmar que, en cas de rebre un atac, centraria les seves represàlies als països aliats dels Estats Units al Golf Pèrsic marcant-se com a objectius la seva infraestructura petrolífera, els centres de dades i els cables de telecomunicacions. D'altra banda, els houthis del Iemen han seguit avançant militarment i han llançat atacs contra l'Aràbia Saudita incloent-hi la capital, Riyadh, i el seu aeroport i altres infraestructures energètiques, encara que sense un impacte, per ara, en els fluxos. Segons diversos analistes, **els fluxos de petroli a través de l'estret d'Ormuz s'han recuperat** i, alguns dies, arriben a nivells similars als vigents abans del conflicte.

En el conflicte entre Rússia i Ucraïna, s'ha aconseguit un acord per reprendre els contactes a tres bandes entre els Estats Units i els dos contendents, als Unió dels Emirats Àrabs. Després de les queixes de Trump pels atacs ucraïnesos a la infraestructura energètica i de transport de Rússia, que estan tenint un impacte en la capacitat de producció, refinament i exportació del país, s'ha conegut que Starlink, empresa de serveis de telecomunicació per satèl·lit controlada per Elon Musk, hauria limitat els seus serveis a Ucraïna, cosa que hauria limitat la capacitat la capacitat de les defenses i dels drons ucraïnesos. Això va coincidir amb un augment dels atacs de Rússia, incloses a infraestructures i població civil. Posteriorment, les autoritats d'Ucraïna han confirmat la recuperació del servei normalitzat per part de les empreses Starlink i SpaceX. Finalment, **l'administració Trump va anunciar l'aixecament de les sancions sobre el dièsel rus** fins a l'abril del 2027 incloent un calendari d'enviaments als Estats Units. La reducció de la capacitat de refinament pels conflictes a Ucraïna i a l'Orient Mitjà ha provocat una escassetat global de dièsel i un augment del preu, que Trump buscava revertir abans de les eleccions de mig mandat.

1.2. Política domèstica

Als Estats Units, el focus és a les eleccions de mig mandat (*mid-terms*) que es celebren el 3 de novembre i en què es renova la totalitat de la Cambra de Representants i un terç del Senat. La impopularitat de les polítiques de Trump, especialment pel que fa a l'augment del cost de vida per les seves polítiques comercials i, sobretot, pel conflicte a l'Orient Mitjà, fan molt probable que el partit Demòcrata pugui reprendre el control de la Cambra de Representants i, amb menys certesa, del Senat. En cas de confirmar-se aquesta possibilitat, la necessitat de l'administració Trump de negociar amb els demòcrates pot afavorir una política fiscal menys expansiva, una política comercial menys agressiva especialment amb els aliats tradicionals i menys impuls fiscal, tot i que sense canvis substancials en la política migratòria.

▶ Focus: Eleccions de mig mandat (*mid-terms*) als Estats Units: Frenada a l'agenda Trump?

A Espanya, el president del govern va convocar eleccions anticipades per al 29 de novembre després de que el Congrés dels Diputats no convalidés dos Reials Decret Llei (RDL) sobre habitatge que havia aprovat anteriorment el Govern. Els RDL van comptar amb el vot contra el PP, Vox i, entre els partits de la coalició d'investidura, de Junts. Després de la convocatòria electoral, el Consell de Ministres va aprovar versions modificades dels RDL que estan pendents de convalidació per la Diputació Permanent, atesa la dissolució de les Corts per l'inici del període electoral. Segons premsa, el govern podria estar estudiant aprovar noves mesures per aquesta via entre les quals es podria incloure un augment del salari mínim interprofessional.

- La immigració i l'habitatge són els temes que centren la preocupació dels ciutadans, tot i que alguns partits han buscat incloure altres temes a l'epicentre com la corrupció o el model territorial, mentre que els recents accidents associats a la infraestructura ferroviària poden moure el debat cap a la gestió pública.
- Els partits a l'esquerra del PSOE han buscat coalicions que permetin aglutinar el vot per aconseguir escons en aquelles circumscripcions on la repartició entre diverses opcions podia llastar les opcions d'aconseguir un escó a les mateixes formacions.
- L'estratègia electoral guanya centralitat i es concreta en acords: (i) entre partits del bloc d'esquerra (Podemos i Frente Amplio) amb partits regionals per concórrer conjuntament o no presentar-se en alguns territoris; (ii) al Senat, PP i Vox es coordinaran en 23 circumscripcions electorals, amb retirada total o parcial de Vox o del PP i posterior cessió d'escons; i (iii) al Senat, PSOE i Frente Amplio unificaran les seves llistes en 47 circumscripcions.
- Les enquestes apunten a una victòria del PP que podria assolir la majoria necessària per a la investidura amb els vots de Vox i de manera folgada. El PSOE mostra una certa resistència, així com alguns dels grans partits regionals, mentre que les forces a l'esquerra del PSOE mostren uns suports molt reduïts. Les últimes setmanes, les enquestes han mostrat una certa reculada del PP, un lleuger ascens del PSOE i un augment de la intenció de vot a Vox, encara que sense una alteració de l'aritmètica inicialment descrita.

Les protestes a França es generalitzen i es tornen més violentes i condicionen l'escenari polític. Les protestes es van iniciar per les queixes d'estudiants sobre l'educació per la manca de professorat, l'excés d'alumnes a les aules i l'estat de les infraestructures, tot i que han passat a catalitzar un descontentament per la situació econòmica –l'estancament de les rendes i l'augment dels preus– i amb el govern en general. Les protestes han condicionat la posició dels partits polítics: (i) el candidat extrema-esquerra, J.L. Mélenchon, les va recolzar en les seves fases inicials per després queixar-se de la violència dels manifestants i policial; i (ii) la candidata d'extrema-dreta, M. Le Pen, ha adoptat una posició pro-forces de l'ordre, tot i reconèixer la "legítimes demandes socials" en matèria de cost de la vida.

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

Altres processos electorals han centrat l'atenció política i dels mercats financers:

- Al Brasil, el candidat de centreesquerra, Lula, es va imposar al candidat de dreta populista i fill de l'anterior president Bolsonaro, per un marge de 51,8% a 48,2%. La victòria a la segona volta va ser una sorpresa per als analistes polítics i els mercats financers atès que Bolsonaro s'havia imposat a la primera volta (per 47 % a 45 %) i liderava les enquestes anteriors a les eleccions. Després dels comicis, Bolsonaro, que no ha reconegut la derrota, va viatjar als Estats Units, on ha sol·licitat asil.
- Les eleccions del 27 d'octubre a Israel han deixat un parlament fragmentat en què la coalició del primer ministre B. Netanyahu va aconseguir 53-54 escons d'un total de 120, el bloc de partits d'oposició va aconseguir 48-49 escons i els partits àrabs van aconseguir la representació històrica més elevada (al voltant de 18 escons). La participació va ser la més alta des del 1999 i encara s'estan comptant el vot exterior, molt rellevant al país. La

incapacitat de formar govern per part de les coalicions donaria lloc a una nova convocatòria electoral.

- A Sèrbia, un partit polític format arran d'una protesta estudiantil es va imposar a les eleccions del 25 d'octubre, amb 140 escons d'un total de 250, i va derrotar el president anterior, el populista, A. Vučić.

2. Entorno macroeconòmic i financer

2.1. Entorn econòmic

L'FMI no va realitzar canvis substancials en les seves previsions econòmiques a nivell agregat al seu World Economic Outlook. Tot i això, la institució assenyala que el creixement es "desplaça" des dels països més afectats per l'augment dels preus energètics (i aquells que han vist interrompudes les seves exportacions d'energia i altres subministraments) que experimenten revisions a la baixa, cap als països més beneficiats per la IA. Entre aquests últims cal considerar tant aquells que han augmentat més la seva inversió (com els Estats Units i la Xina) com els que fabriquen xips, memòria i altres components (com Taiwan i Corea del Sud). Pel que fa al xoc energètic, l'FMI destaca que el seu impacte ha estat molt menor del que es podia haver esperat gràcies a la flexibilitat de la resposta (canvis de rutes, ús de reserves i reducció d'inventaris, ús de fonts alternatives d'energia, entre d'altres) i la menor intensitat energètica de l'economia global. D'ara endavant, s'adverteix que aquestes mesures de compensació estan arribant al límit, així com la possibilitat de noves mesures d'estímul fiscal en un context de focus creixent dels mercats financers en aquesta dimensió. El balanç de riscos sobre les previsions es manté esbiaixat a la baixa, encara que una mica menys que en informes anteriors.

▶ Focus: FMI: L'economia resisteix, però amb creixents vulnerabilitats

L'economia dels Estats Units mostra senyals mixtes. En negatiu, la creació d'ocupació del mes de setembre va decebre les expectatives del consens d'analistes en diverses dimensions: (i) una creació d'ocupació molt reduïda (29.000 llocs de treball); (ii) la revisió a la baixa en -60.000 llocs de treball de les dades de mesos anteriors; (iii) l'augment de la taxa d'atur (4,2 %; ago26: 4,1 %); i (iv) la moderació del dinamisme salarial (3,0 % interanual; ago26: 3,1 %). En canvi, els indicadors de confiança empresarial es van mantenir en nivells molt elevats a l'octubre, tant al sector serveis (57,9; set26: 58,8), com al sector manufacturer (56,0; set26: 55,9). Per la seva banda, el PIB del 3T26 va créixer un 0,7% trimestral (2T26: 0,5%), impulsat per la despesa en serveis i la inversió, especialment equipaments i béns de propietat intel·lectual, probablement associada a l'auge de la IA, tot i que això també suposa un llast pel costat de les importacions. Pel que fa als indicadors de preus, la inflació del setembre va repuntar més del que s'esperava, fins al 3,7 % interanual (ago26: 3,4 %), mentre que la taxa subjacent ho va fer fins al 2,6 % (ago26: 2,4 %). L'índex de preus de producció es va accelerar fins al 6,3 % interanual (ago26: 5,6 %), mentre que el deflactor subjacent del consum personal –la mesura preferida de la Fed— també es va accelerar fins al 3,1 % (ago26: 3,0 %).

A la Xina, malgrat la millora del PIB, l'economia manté llacunes de feblesa. El PIB es va accelerar fins al 4,5 % interanual el 3T26 (2T26: 4,3 %) recolzat pel sector serveis i el sector exterior i amb el consum domèstic fent la seva menor aportació en més de quatre anys. Entre els indicadors de més alta freqüència, les vendes al detall i la producció industrial del setembre van sorprendre l'alça, recolzades pels sectors d'alta tecnologia. El sector exterior va tornar a sorprendre a l'alça al setembre amb les exportacions creixent a un 36,3 % interanual (ago26: 25,0 %), el nivell més alt des del 2001, recolzades, sobretot, pels sectors d'alta tecnologia i l'automòbil. Les importacions, per la seva banda, també es van accelerar fins al 31,0 % (ago26: 28,2 %). En canvi, l'activitat domèstica manté un to anèmic: la inversió va continuar retrocedint al setembre (-7,2 % interanual), amb una caiguda molt substancial de la inversió residencial, un sector en el que els

preus van continuar retrocedint a nivell agregat al setembre, encara que a taxes menors que en mesos anteriors. Els preus mantenen creixements molt reduïts, amb taxes interanuals properes i per sota de l'1,0 %, malgrat l'impuls dels preus energètics.

La zona euro manté un dinamisme notable, tot i que França destaca en negatiu. La confiança empresarial es va moderar a l'octubre fins a 51,9 (set26: 53,1), amb retrocessos tant al sector serveis com al manufacturer, però mostrant resistència de l'economia de la zona euro als preus més alts de l'energia. En concret, el preu del gas natural ha repuntat amb força a l'octubre i ha superat els 100 euros per MW/h, molt per sobre dels nivells de 30 euros per MW/h abans de l'inici del conflicte a l'Orient Mitjà i d'entre 40 i 50 a la part central del 2026. El preu es manté encara per sota dels màxims assolits el 2022 i el 2023 en ple conflicte bèl·lic entre Rússia i Ucraïna, tot i que resulten preocupants els reduïts inventaris disponibles al continent abans de l'arribada de l'hivern, per sota dels nivells d'anys anteriors. El PIB de la zona euro es va expandir un 0,4 % trimestral, per sobre del que esperava el consens d'analistes, de manera que la taxa interanual s'accelera fins a l'1,3 % interanual (2T26: 1,2 %), amb sorpreses positives a Alemanya (0,2 % trimestral) i Països Baixos (0,6 % trimestral). La inflació, per la seva banda, es va accelerar al setembre fins al 3,8% interanual (ago26: 3,2%), tot i que les dades preliminars d'octubre que es coneixen per alguns països apunten a un nou increment dels preus a l'octubre. **A França, se segueix deteriorant el *mix* de creixement/inflació**: el PIB del 3T26 va retrocedir de forma inesperada (-0,1 % trimestral), l'ocupació va continuar la caiguda de trimestres anteriors el 3T26, la confiança empresarial va entrar en terreny compatible amb la contracció econòmica a l'octubre (48,4; set26: octubre 51,1), i els preus van sorprendre a l'alça a l'octubre fins el 3,8 % interanual (set26: 3,4 %)

Espanya manté un dinamisme elevat. El PIB del 3T26 es va expandir un 0,6% trimestral, de manera que la taxa interanual es va accelerar lleugerament fins al 2,7% (2T26: 2,6%). L'activitat continua impulsada per la demanda interna i, en especial, pel consum atesa la moderació de la inversió, mentre que el sector exterior aporta en positiu malgrat l'augment de les importacions, gràcies a l'evolució favorable de les exportacions. En aquest context, el Banc d'Espanya va revisar a l'alça les perspectives de creixement per al 2026, fins al 2,6 % (previsió ant.: 2,3 %) i per al 2027, fins al 2,2 % (previsió ant.: 1,7 %) i les d'inflació de forma més substancial fins al 3,9 % al 2026 (previsió ant.: 3,6 %) i el 3,7 % al 2027 (previsió ant.: 2,6 %). L'FMI, per la seva banda, va fer revisions més modestes i contempla una inflació i un creixement econòmic una mica més reduïts. Al mercat immobiliari, el preu de l'habitatge va continuar repuntant el 2T26, en créixer un 3,4% trimestral, de manera que la taxa interanual es modera fins al 12,1% (1T26: 12,8%) i es mantenen els senyals de reducció de l'activitat al sector amb retrocessos en el nombre de transaccions i d'hipoteques concedides. Entre les dades d'alta freqüència, destaca la millora en els índexs de confiança empresarial al setembre, tant en el sector serveis com en al manufacturer i amb l l'índex agregat repuntant fins a 56,8 (ago26: 55,8), un màxim des del desembre del 2024. En relació amb els preus, la inflació es va mantenir a l'octubre en el 4,9 % interanual assolit el mes anterior, mentre que la taxa subjacent també es va quedar al 3,1 %.

Tabla 1. Quadre macroeconòmic

		Dades			Perspectives 2027 (FMI, oct-26)
		Darrera dada	Fa 3 mesos	Fa 1 any	
Estats Units	**PIB** (%, interanual)	2,1	2,2	2,6	2,3
	IPC (%, interanual)	3,7	3,5	3,0	2,8
	Taxa d'atur (%)	4,2	4,2	4,4	4,0
Zona euro	**PIB** (%, interanual)	1,3	1,2	1,1	1,2
	IPC (%, interanual)	3,8	2,8	2,2	2,8
	Taxa d'atur (%)	6,5	6,4	6,3	6,3
Espanya	**PIB** (%, interanual)	2,7	2,6	2,4	1,8
	IPC (%, interanual)	3,1	3,0	2,5	2,7
	Taxa d'atur (%)	10,2	9,9	10,5	9,8

Fonts: Bloomberg i FMI.

2.2. Entorn financer

En el seu informe del Global Financial Stability Report, l'FMI adverteix de diversos riscos als mercats financers. La institució apunta que les condicions financeres han romàs relativament acomodatícies en els darrers mesos, tot i que això és degut de manera gairebé exclusiva a la bona evolució de les valoracions als mercats de renda variable. L'FMI adverteix de tres riscos principals per a l'estabilitat financera: (i) una possible correcció al sector de IA en cas de que no es donin els beneficis esperats o es demostri que no son necessàries grans inversions per assolir-los; (ii) nous augments ràpids de les rendibilitats del deute sobirà amb els riscos per al finançament dels governs i en un context de menor liquiditat i major sensibilitat al preu per part dels inversores; y (iii) els ciberatacs, que han guanyat en sofisticació, impacte i velocitat i, per tant, en la seva capacitat d'afectar participants i infraestructures crítiques als mercats financers.

▶ Focus: FMI: L'economia resisteix, però amb creixents vulnerabilitats

3. Mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

3.1. Bancs centrals

3.1.1. BCE

El BCE va mantenir inalterada la seva política monetària a la reunió del 29 d'octubre, i va deixar el tipus dipòsit en el 2,50%. Segons la seva president, C. Lagarde, la decisió de mantenir inalterats els tipus d'interès va ser presa per unanimitat, tot i que després d'una discussió important i va assenyalar que una pujada dels tipus d'interès també hauria estat possible. En relació amb les perspectives, malgrat insistir en què prestaran atenció a les dades, Lagarde va indicar que la direcció del proper moviment "estava clar". Segons la presidenta del BCE, els riscos sobre la inflació estan esbiaixats a l'alça i provenen dels augments de preus provocats pels conflictes geopolítics oberts (Ucraïna i l'Orient Mitjà) i va afirmar que des del BCE estan prestant especial atenció als possibles efectes de segona ronda (augments salarials, negociacions salarials, etc.), tot i que encara no estan observant un augment dels riscos. Alhora, Lagarde també ha assenyalat que les condicions financeres s'han tensionat tant als mercats financers, com en l'accés al finançament bancari, que s'ha restringit. Preguntada sobre els augments de les primes de risc en alguns països com França, Lagarde va instar els països que incorporin tipus d'interès més elevats per al deute públic als seus plans fiscals i va afirmar que, en cas que l'ampliació de primes dificulti la transmissió de la política monetària, el BCE actuaria amb els elements a la seva disposició.

La presidenta del BCE va anunciar la sortida del BCE el febrer del 2027, nou mesos abans del final del seu mandat. Lagarde va afirmar que la seva voluntat és poder-se posicionar en alguns dels grans debats globals, cosa que no pot fer des del càrrec actual, que requereix mantenir una posició de neutralitat.

El mercat atorga una probabilitat molt elevada a un augment del tipus de dipòsit a la reunió de desembre, superior al 80%. De cara a mitjans del 2027, el mercat està descomptant fins a una pujada addicional del tipus de dipòsit, cosa que el deixaria en el 3,00%, davant de dues pujades addicionals el 2027 i un tipus de dipòsit del 3,25% un mes enrere.

En la nostra visió, el BCE augmentarà els tipus una altre cop el 2026 i possiblement realitzarà 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.

3.2. Fed

La Fed va mantenir inalterats els seus tipus referència en el rang 3,75%-4,00% a la reunió del 28 d'octubre amb deu vots a favor i dos en contra, que es van posicionar a favor d'un augment de 25 punts bàsics dels tipus de referència. En el comunicat, el Comitè de Política Monetària va mantenir la valoració que la inflació es manté elevada, però va millorar la seva valoració de la situació econòmica a "forta", davant del "sòlida" utilitzat anteriorment. De forma conjunta, la Fed sembla donar-se espai per a emprendre noves pujades del tipus rector en endavant i la decisió de mantenir els tipus alterats es produeix per la voluntat de disposar de més informació. A la roda de premsa posterior, el president de la Fed, K. Warsh, va insistir que, malgrat cert tensionament, les condicions financeres encara no es poden considerar restrictives. A més a més, Warsh va donar senyals d'un cert consens al si del Comitè de Política Monetària per emprendre un nou augment dels tipus de referència el 2026, és a dir, a la propera reunió.

Pel que fa a l'estratègia de la Fed, Warsh va anunciar els primers canvis com a resultat dels grups de treball que va crear. Així, de les vuit reunions anuals del Comitè de Política Monetària el 2027, set seran reunions de política monetària i l'altra serà una sessió d'estratègia i de cara al 2028, es passarà a sis reunions de política monetària i dues d'estratègia.

Trump, a la seva xarxa social, ha tornat a demanar la dimissió de l'antic president de la Fed, J. Powell, del seu càrrec com a governador de la Fed després de la publicació d'un informe sobre els excessos de despesa en la renovació de la seu de la Reserva Federal. Després d'haver deixat el seu lloc de president el maig del 2026, el mandat de Powell com a governador vença el gener del 2028. Les eleccions de mig mandat resultaran claus i la continuïtat de Powell pot dependre del partit que controli el Senat després del 3 de novembre.

El mercat dona una probabilitat elevada a un augment del tipus rector a la reunió de desembre, que se situa al voltant del 80%. En qualsevol cas, el mercat ha passat a descomptar només una mica més dues de pujades dels tipus d'interès, entre la reunió de desembre i les que hi haurà a principis del 2027, davant les prop de quatre pujades del tipus rector que havia arribat a cotitzar durant el setembre.

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 l'estabilització dels tipus i un possible canvi de biaix en la política de la Fed.

3.2.1. Altres bancs centrals

El Banc de Japó va deixar el seu tipus de referència en l'1 1,25 %, amb vuits vots a favor i un sol membre votant a favor d'un increment de 25 punts bàsics, fins l'1,50 %. El principal canvi al comunicat és en relació amb la inflació que passa a valorar-se com "generalment consistent" amb l'objectiu del 2%, davant de la valoració de "aproximant-se al 2 %" que es feia anteriorment.

Tabla 2. Pròxims esdeveniments macrofinancers

Data	Reunió/Esdeveniment	Comentari
9 de desembre	Reunió de la Fed	El mercat assigna una probabilitat elevada a un augment del tipus de dipòsit.
17 de desembre	Reunió del BCE	El mercat atribueix una probabilitat elevada a una pujada del tipus de dipòsit.

3.3. Renda fixa

Les rendibilitats del deute sobirà han retrocedit durant l'octubre, allunyant-se dels màxims de diversos anys (o fins i tot històrics) assolits al setembre. Aquest retrocés s'ha produït en un context de certa aversió al risc per les tensions fiscals, polítiques i socials a França, un comportament una mica menys favorable de les empreses associades a la IA i certa reducció de les expectatives sobre futurs augments dels tipus d'interès per part dels bancs centrals. És notable que el moviment hagi tingut lloc malgrat un augment dels preus del petroli i un desplaçament alça de les taxes d'inflació i altres mesures de preus. La caiguda de les rendibilitats ha estat més acusada en els trams més llargs, de manera que ha tingut continuïtat el moviment d'aplanament de la corba de deute sobirà, tot i que en aquesta ocasió amb un desplaçament a la baixa.

La prima de risc sobirà de França ha registrat nous màxims des de l'any 2012, en un entorn d'augment de les tensions socials, de creixent incertesa política abans de les eleccions de l'abril del 2027, de deteriorament de la situació fiscal i d'una evolució econòmica inferior a la resta de la zona euro. Amb això, el diferencial de rendibilitat del bo francès a 10 anys respecte a la contrapartida alemanya ha superat puntualment els 180 punts bàsics, un màxim des del 2012, tot i que estabilitzant-se en nivells d'entre 150 i 160 punts bàsics. 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 d'uns 50 punts bàsics, des del 2015. Les primes de risc sobirà d'Espanya i Itàlia han repuntat, encara que en menor mesura que la de França, mantenint-se per sota 60 punts bàsics en el cas d'Espanya i de 120 punts bàsics a Itàlia, tot i que amb repunts puntuals per sobre d'aquests nivells en els moments de més tensió. **La prima de risc espanyola no s'ha vist impactada per la convocatòria electoral**, possiblement per les perspectives electorals que apunten a més estabilitat i capacitat legislativa del govern que es pugui formar després de les eleccions del 29 de novembre.

▶ Focus: Què ens diu el repunt dels corbes de deute sobirà?

Els spreads de crèdit corporatiu en euros s'han ampliat, encara que de manera més marcada en el cas dels de menor qualitat creditícia (*high yield*), que no pas en el deute corporatiu d'alta qualitat creditícia (*investment grade*). La volatilitat més gran en els mercats financers, un augment de l'aversió al risc pels desenvolupaments a França, l'augment del preu de l'energia i alguns dubtes sobre la valoració de les empreses del sector d'IA han donat lloc a un context més exigent i en què els inversors exerceixen una discriminació més gran en funció de la qualitat.

3.4. Divises i primeres matèries

El dòlar s'ha apreciat en els seus principals encreuaments en un entorn de certa aversió al risc. El moviment ha estat més marcat davant de l'euro i és que la divisa única s'ha vist castigada per la situació econòmica, política i social a França i l'ampliació de la prima de risc sobirà del país gal.

El preu del petroli s'ha acostat als màxims registrats des de l'inici del conflicte i ha tancat el mes per sobre dels 110 dòlars per barril en un context de: (i) augment de les tensions i dels atacs entre els houthis i l'Aràbia Saudita; (ii) el previsible revifament del conflicte després de les eleccions de mig mandat als Estats Units; i (iii) la reducció de la capacitat de refinament i exportació per part de Rússia pel conflicte amb Ucraïna. És rellevant que aquest augment de preu hagi tingut lloc malgrat un gran nombre de mesures encaminades a moderar els preus que han passat per: (i) un nou anunci d'alliberament de reserves estratègiques anunciat pels països del G-7; (ii) les notícies que apunten a certa normalització del trànsit a l'estret d'Ormuz, tot i que encara és lluny dels nivells pre-conflicte; (iii) l'anunci de Trump d'una treva almenys fins a les eleccions de mig mandat; i (iv) l'aixecament de les sancions dels Estats Units a Rússia per a l'exportació de dièsel.

Els preus dels metalls preciosos han continuat retrocedint a l'octubre, llastats pel to encara agressiu en la lluita contra la inflació dels principals bancs centrals, com la Fed i el BCE. Amb això, el preu de l'or i la plata ha reculat entre un 4% i un 5% des de finals de setembre. D'altra banda, **els metalls industrials han reculat lleugerament**, tot i que es mantenen en nivells elevats des d'un punt de vista històric.

Els preus agrícoles han revertit part dels forts augments de mesos anteriors, i s'han allunyat dels màxims assolits a la part final de l'estiu en un context d'escalada del conflicte entre Ucraïna i Rússia i de temors per la producció en un context meteorològic global marcat el fenomen del Niño. Segons l'Organització Meteorològica Mundial, ens trobem en ple Niño i el seu pic d'impacte sobre el clima mundial tindrà lloc a la part final del 2026 i principis del 2027. Per ara, l'anomalia de temperatura (la desviació respecte de la mitjana) a les aigües del Pacífic ja es troba al voltant de +2,5 °C, un registre només observat en dos episodis anteriors i amb senyals de seguir escalfant-se.

▶ **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	2,65	0,0	2,15	50,0	2,15	50,0
BCE - Tipus de dipòsit (%)	2,50	2,50	0,0	2,00	50,0	2,00	50,0
Euribor 3 mesos (%)	2,64	2,62	2,6	2,03	61,7	2,05	59,3
Euribor 12 mesos (%)	3,31	3,33	-2,1	2,24	106,5	2,19	112,2
Alemanya: Bo 2 anys (%)	3,04	3,21	-16,5	2,12	92,0	1,97	107,4
Alemanya: Bo 10 anys (%)	3,32	3,59	-26,4	2,86	46,7	2,63	68,9
Espanya: Bo 2 anys (%)	3,18	3,29	-10,8	2,27	90,9	2,05	113,1
España: Bo 10 anys (%)	3,95	4,13	-18,5	3,29	66,0	3,14	80,5
Espanya: Prima de risc a 10 anys (pb)*	62,6	54,7	7,9	43,3	19,3	51,0	11,6
França: Prima de risc a 10 anys (pb)*	165,0	127,1	37,9	70,90	94,1	78,80	86,2
Itàlia: Prima de risc a 10 anys (pb)*	119,1	102,7	16,4	69,60	49,5	75,10	44,0
Fed - Banda baixa del tipus rector (%)	3,75	3,75	0,0	3,50	25,0	3,75	0,0
Fed - Banda alta del tipus rector (%)	4,00	4,00	0,0	3,75	25,0	4,00	0,0
Estats Units: Bo 2 anys (%)	4,59	4,89	-29,9	3,47	111,5	3,57	101,4
Estats Units: Bo 10 anys (%)	4,93	5,28	-35,6	4,17	76,2	4,08	85,1
RF Corporativa EUR 3-5 anys *Investment grade* (pb)*	65,9	62,9	3,0	50,7	15,2	55,0	10,9
RF Corporativa EUR 3-5 anys *High yield* (pb)*	326,2	300,8	25,5	244,2	82,0	264,8	61,5
Dòlars per euro	1,115	1,134	-1,65%	1,174	-4,98%	1,153	-3,25%
Lliures esterlines per euro	0,833	0,855	-2,55%	0,872	-4,51%	0,877	-5,00%
Iens per euro	175,6	178,3	-1,54%	184,1	-4,60%	177,7	-1,19%
Dòlar (tipus de canvi efectiu)	101,9	101,5	0,42%	98,3	3,62%	99,8	2,08%
Brent (dòlars per barril)	117,6	103,5	13,63%	60,9	93,33%	65,1	80,79%
Or (dòlars per unça)	3.883,7	4157,6	-6,59%	4322,1	-10,14%	4006,2	-3,06%

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

Font: Bloomberg.

3.5. Mercats de renda variable

Els principals índexs borsaris dels Estats Units i Europa segueixen sense una tendència clara, movent-se dins els mateixos nivells de les darreres setmanes. Els dos mercats han rebotat des de la part baixa d'aquest interval després de les caigudes de meitat de mes en companyies vinculades a la IA. Aquestes caigudes s'han vist parcialment compensades per una millora a la resta del mercat, amb més empreses participant a les pujades. Tot i això, l'aparent estabilitat dels índexs oculta moviments importants en les accions individuals. Les fluctuacions de l'S&P 500 continuen sent relativament reduïdes, però les diferències de comportament entre les seves companyies es troben entre les més grans dels darrers cinc anys. La incertesa ha augmentat especialment en tecnologia: el mercat d'opcions va passar a anticipar moviments setmanals del Nasdaq 100 propers al 3%, aproximadament el doble que abans.

Pel que fa a la temporada de resultats del 3T26, després d'un segon trimestre excepcional als Estats Units i Europa, la temporada és positiva, encara que menys espectacular. Als Estats Units, el 80% de les companyies estan superant les previsions de benefici per acció, el percentatge més baix dels darrers tres trimestres. La principal decepció és a les vendes: només el 54% de les empreses de l'S&P 500 bat les expectatives, la xifra més feble dels últims sis trimestres. Les

revisions a l'alça prèvies a la publicació de resultats havien elevat el nivell d'exigència, tot i que el trimestre anterior va passar el mateix i les empreses van superar àmpliament les previsions. Per la seva banda, a Europa, el 41% de les companyies supera les expectatives i el 21% queda per sota, deixant un saldo net de sorpreses positives del 20%, davant del 40% del trimestre anterior. Amb tot, les revisions a l'alça de beneficis es tornen a accelerar a Europa, que acumula la seva ratxa més llarga de millores d'estimacions dels darrers cinc anys. El ritme continua per sota del màxim de la temporada del segon trimestre, però els indicadors de curt termini repunten. Als Estats Units, la situació és menys favorable: les revisions continuen sent lleugerament positives, però no mostren una acceleració significativa a l'inici de la temporada de resultats del tercer trimestre, cosa que reforça la percepció que les expectatives de partida són més exigents.

Pel que fa al posicionament dels inversors, els fons d'inversió amb estratègies més flexibles i especulatives han reduït considerablement el risc de les carteres. Ja no només disminueixen la seva aposta per les pujades, sinó també el volum total de les posicions. Aquests fons acumulen tres setmanes consecutives de vendes netes a la borsa nord-americana, mentre que les vendes de les últimes dues setmanes en tecnologia, mitjans i telecomunicacions s'acosten a les registrades durant la correcció de les inversions lligades a la IA del passat mes de juliol. Aquest posicionament, cada cop més defensiu, podria afavorir un rebot quan disminueixi la pressió venedora, de manera que alguns inversors que havien apostat per les caigudes podrien veure's obligats a recomprar accions per tancar aquestes operacions, impulsant les cotitzacions.

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)	6.131,3	6.269,0	-2,20%	5.791,4	5,87%	5.662,0	8,29%
IBEX 35 (Espanya)	18.652,9	19.426,2	-3,98%	17.307,8	7,77%	16.032,6	16,34%
DAX (Alemanya)	25.818,2	25.199,2	2,46%	24.490,4	5,42%	23.958,3	7,76%
CAC (França)	7.969,4	7.964,5	0,06%	8.149,5	-2,21%	8.121,1	-1,87%
FTSE MIB (Itàlia)	49.501,0	51.372,0	-3,64%	44.944,5	10,14%	43.175,3	14,65%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	51.770,3	50.906,1	1,70%	48.063,3	7,71%	47.562,9	8,85%
S&P 500 (Estats Units)	7.580,1	7.651,5	-0,93%	6.845,5	10,73%	6.840,2	10,82%
NASDAQ (Estats Units)	28.384,9	30.408,5	-6,65%	25.249,9	12,42%	25.858,1	9,77%
Russell 2000 (Estats Units)	2.811,8	2.796,9	0,54%	2.481,9	13,29%	2.479,4	13,41%
Nikkei 225 (Japó)	63.290,1	66.753,7	-5,19%	50.339,5	25,73%	52.411,3	20,76%
Hang Seng (Hong Kong)	3.335,4	3.630,1	-8,12%	3.907,6	-14,64%	3.996,5	-16,54%

Font: Bloomberg.

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

IBEX 35 (Espanya)	
Health Care	16,8%
Communication Services	10,2%
Consumer Discretionary	9,6%
Information Technology	8,3%
Consumer Staples	6,3%
Industrials	5,9%
Utilities	5,6%
Energy	2,3%
Real Estate	-0,2%
Materials	-0,8%
Financials	-8,7%

EURO STOXX 50 (Europa)	
Consumer Staples	15,5%
Energy	13,3%
Health Care	11,0%
Materials	8,8%
Utilities	6,2%
Consumer Discretionary	2,7%
Communication Services	-0,9%
Financials	-2,6%
Industrials	-4,2%
Information Technology	-5,6%

DOW JONES (Estats Units)	
Consumer Staples	12,3%
Energy	12,3%
Health Care	11,6%
Utilities	9,6%
Materials	7,7%
Real Estate	6,3%
Consumer Discretionary	4,9%
Industrials	0,9%
Information Technology	-5,9%
Communication Services	-12,5%

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 honestedat, 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.