

Economia mundial 2026: resiliència, transició o disrupció?

L'any 2025 es tancarà amb la sensació que els efectes sobre el creixement causats pels diferents xocs d'oferta i per l'increment de la incertesa han estat limitats i clarament inferiors al que s'esperava després del soroll causat per les primeres setmanes de la presidència de Donald Trump. La resiliència continua caracteritzant el comportament de l'economia mundial, la qual cosa permet que la velocitat de creuer del cicle econòmic es mantingui pròxima al 3%, tot i que persisteixen les divergències entre els creixements d'Europa (l'1,3%), dels EUA (l'1,8%) i d'Àsia (el 4,5%). La llista de factors que poden explicar aquesta solidesa de l'activitat inclouria un efecte més suau del que s'esperava de les pujades dels aranzels un cop evitada la guerra comercial i la flexibilitat dels agents privats per anticipar-se i per adaptar-se al soroll del nou entorn econòmic, a més de l'existència d'unes condicions financeres favorables.

De fet, a aquestes alçades de la tardor, tenim la mateixa sensació que el 2023 i el 2024, quan la realitat al final de l'any va ser molt millor del que havien dibuixat les previsions al començament de l'exercici. Rere aquest comportament de menys a més de les perspectives econòmiques, hi hauria la infravaloració de la capacitat dels agents econòmics per gestionar la incertesa i per prendre decisions en temps d'inestabilitat o, senzillament, que els exercicis de previsió es compliquen quan els nivells d'incertesa són elevats. Però, a més de tot això, la capacitat de resiliència que ha demostrat el cicle de negocis des del final de la pandèmia estaria reflectint algunes de les bondats d'un vell ordre internacional en ple procés de transformació. Un marc econòmic i polític (Pax Americana) en què els EUA han assegurat l'equilibri d'una economia mundial oberta en oferir béns públics essencials (defensa, seguretat, sistemes de pagaments, etc.), mercats oberts per al comerç i una moneda estable, a més d'erigir-se en prestadora d'última instància en cas de necessitat (per la via de l'FMI).

Un entorn, per tant, amb beneficis en termes d'estabilitat econòmica, de creixement, d'innovació i d'optimització dels avantatges competitiu, ara amenaçat per l'aparició d'un nou líder global (la Xina) que està buscant establir noves aliances i dependències estratègiques al continent euroasiàtic, però també a l'Àfrica i a l'Amèrica Llatina.¹ Al mateix temps, la vella potència hegemònica busca

Previsions d'economia internacional i mercats financers

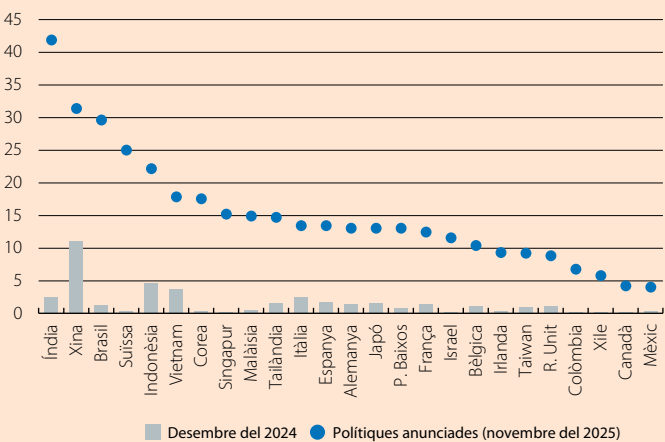
Projeccions elaborades el 22/9/2025

	2024	2025	2026
Món PIB (interanual)	3,3	3,1	3,1
EUA PIB (interanual)	2,8	1,8	1,9
Zona de l'euro PIB (interanual)	0,8	1,3	1,2
Alemanya PIB (interanual)	-0,5	0,2	1,1
Xina PIB (interanual)	5,0	4,6	4,0
Petroli (Brent, dòlar per barril)	79,8	68,5	65,1
EUA inflació (interanual)	3,0	2,8	2,8
Zona de l'euro inflació (interanual)	2,4	2,1	2,0
BCE – tipus depo (%, final de període)	3,0	2,0	2,0
Fed – fed funds rate (%, final de període, lower bound)	4,3	3,5	3,0
Euríbor 12M (%, final de període)	2,4	2,1	2,2

Font: CaixaBank Research.

Aranzel efectiu mitjà als EUA

Per soci comercial (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la USITC, del BEA, del Departament del Tresor i de Comtrade.

reequilibrar el tauler, cobrant de manera més explícita pels serveis prestats (aranzels, despesa en armament, objectius d'inversió directa, etc.), en ple reajustament de la seva política exterior a la nova realitat. Amb algunes paradoxes, com que el teòric proveïdor d'estabilitat i de protecció sigui un dels majors focus d'incertesa o que aliats tradicionals dels EUA (Europa, el Japó, el Canadà, Corea del Sud, etc.) puguin ser els més afectats negativament pels canvis en les regles del joc.²

D'aquesta manera, de cara al 2026, la geoeconomia continuarà jugant un paper fonamental, amb la sensació que el comerç o les finances han passat a ser instruments al servei d'objectius polítics, la qual cosa complicarà encara més qualsevol exercici de previsió. El dubte és si la tendència cap a un món més fragmentat s'accelerarà o si, un cop estabilitzat l'aranzel mitjà nord-americà en la zona del 14,5%-16% (el 2,5% abans del mandat de Trump), l'enfortiment dels vincles comercials entre la UE, els països de l'ASEAN, el Canadà o Austràlia pot compensar, en part, els efectes de la reducció de l'obertura externa nord-ameri-

1. Vegeu «La Iniciativa de la Franja i la Ruta: una arma de doble tall?», en aquest mateix Informe Mensual.
2. Vegeu Posen, Adam S. (2025), «The New Economic Geography. Who profits in a Post-American World?», Foreign Affairs, volum 104, núm. 5.

cana. En tot cas, a curt termini, es continuaran manifestant els efectes del nou marc aranzelari sobre el creixement i la inflació mentre s'acaba de perfilar la nova relació comercial entre els EUA i la Xina, que vindrà definida per l'equilibri entre els dos sectors en què existeix una dependència mútua: les terres rares i els microxips.

Per tant, l'any vinent continuarà la transició en el reordenament del procés de globalització en què està immersa l'economia internacional des de la pandèmia. Al punt d'arribada, el nou equilibri amb més divisió entre blocs econòmics comportarà unes pèrdues en creixement potencial i en benestar que podrien ser compensades pels efectes del procés d'innovació vinculat a la intel·ligència artificial (IA). Procés que ha tingut una acceleració important en els últims temps, com ja es percep en les dades de creixement del PIB dels EUA en el primer semestre (el 90% explicat per la inversió realitzada en *hardware*, en *software*, en centres de dades, etc.).³ Només les grans tecnològiques tenen previst invertir en partides relacionades amb la IA prop de 3 bilions de dòlars fins al 2030, la qual cosa representa gairebé el 10% del PIB. A curt termini, l'impuls positiu sobre l'activitat està assegurat i pot ajudar a compensar els primers símptomes d'afebliment al mercat de treball nord-americà, però la clau serà si, a mitjà termini, es rendibilitzarà tota aquesta onada inversora. Sobretot, tenint en compte que es comencen a detectar estructures de finançament més palanquejades i circulars, amb participacions creuades entre empreses del mateix sector al llarg de la cadena de valor, la qual cosa pot augmentar el risc si la rendibilitat acaba sent inferior a l'esperada. Addicionalment, aquestes interdependències poden ser un fre per al procés de destrucció creativa, en bloquejar o en demorar l'entrada de nous competidors.⁴

En definitiva, el gran dubte és si la IA pot compensar, a mitjà termini, per la via de l'acumulació de capital i de la productivitat total dels factors, l'efecte negatiu de la demografia i de la fragmentació econòmica sobre el creixement potencial. A allò que, probablement, ens abocarà en cas d'èxit és a una major presència del capital en la producció i a una proporció menor per al treball, la qual cosa pot ser un obstacle addicional per a les polítiques de consolidació fiscal, perquè és més difícil gravar el capital –perquè és més mòbil– que les rendes del treball. Això sense tenir en compte que canvis estructurals d'aquesta envergadura solen exigir un mecanisme de compensació per a la transició a la nova realitat dels perdedors en el procés de canvi, ja siguin les empreses o els treballadors. Tot això, en un context en què l'absència d'espai fiscal⁵ a una bona part dels països de l'OCDE és un dels riscos més importants de l'escenari,⁶ sobretot a l'hora d'abordar simultàniament reptes com la transició energètica, les noves necessitats de despesa en defensa o els efectes de l'envelliment de la població.⁷

Si, en el cas dels EUA, les perspectives fiscals a mitjà termini no són gaire pròsperes, perquè l'FMI acaba d'estimar que el deute públic pot augmentar fins al 143% del PIB el 2030, amb un dèficit que no baixarà del 7% en tot el període, a curt termini, el focus se centrarà en Europa, amb França a l'ull de l'huracà. Desequilibri fiscal més inestabilitat política és un còctel de difícil digestió, en especial en un país on els ingressos fiscals superen el 50% del PIB i que, malgrat això, té un dèficit primari per damunt del 3%. El diagnòstic dels mercats és clar: França té una situació fiscal més semblant a la d'Itàlia que a la d'Espanya o a la de Portugal, la qual cosa ja s'ha traduït en un reordenament del risc-país europeu, reflectit en les primes de risc i en els canvis de qualificació de les agències de rating.⁸ Al límit, la major amenaça és que s'acabin testant els mecanismes dissenyats en l'última dècada per solucionar augments del risc de fragmentació a Europa (ESM, OMT o TPI).

En definitiva, el 2026, l'economia continuarà exposada a la combinació de les noves tendències de fons (restriccions als moviments comercials i migratoris, auge de la IA, etc.) i dels desafiaments a curt termini (escàs espai fiscal, valoracions elevades als mercats financers, etc.). Un any en què, una altra vegada, serà determinant la capacitat de qüestionar a cada moment els supòsits subjacents a les projeccions econòmiques i la flexibilitat a l'hora de prendre decisions. Amb la resiliència del cicle d'activitat tornant a posar-se a prova, entre un món que no acaba de morir (globalització, multilateralisme, democràcies liberals) i un altre que no acaba de néixer. El risc rau en menystenir els canvis i en pensar que tornarem a l'*statu quo* anterior, la qual cosa fa molt pertinents les paraules de Joseph de Maistre en referir-se a la Revolució francesa: «Durant molt de temps, vam creure que era un esdeveniment. Ens vam equivocar: va ser una època».

José Ramón Díez

3. Per a una anàlisi en profunditat de les perspectives de l'economia nord-americana, vegeu l'article «[Perspectives dels EUA 2026: resiliència amb fragilitats](#)», en aquest mateix *Informe Mensual*.

4. Vegeu Aghion, P., Antonin, C. i Bunel, S. (2021), «El poder de la destrucció creativa», Editorial Deusto.

5. Segons l'FMI, el deute públic mundial es pot situar en el 100% el 2029.

6. Per a més detalls en el cas europeu, vegeu l'article «[El dilema fiscal europeu a mitjà termini](#)», en aquest mateix *Informe Mensual*.

7. L'FMI estima que tots aquests reptes poden generar pressions sobre la despesa pública a Europa equivalents a gairebé 6 p. p. de PIB el 2050.

8. També s'ha de consignar que el major gir fiscal a la zona de l'euro és el que s'està produint al país amb més marge pressupostari (Alemanya), arran d'un augment de la inversió en infraestructures i en defensa que hauria d'arrencar el 2026, amb un salt previst de gairebé 15 punts en deute públic entre el 2024 i el 2028 i un dèficit estructural que es preveu que augmenti fins al 4% del PIB potencial el 2026.

El dilema fiscal europeu a mitjà termini

El retorn, enguany, de les regles fiscals –com a garants de la sostenibilitat del deute públic– i la persistent bretxa d'inversió per abordar les prioritats de la UE en l'actual context geopolític conformen un escenari de fricció que fa necessària una estratègia fiscal coordinada en temps i en intensitat que va més enllà de l'horitzó dels mandats polítics nacionals i comunitaris, de manera que és imprescindible superar diferències i alguns tabús que han caracteritzat la història econòmica de la UE en altres moments.

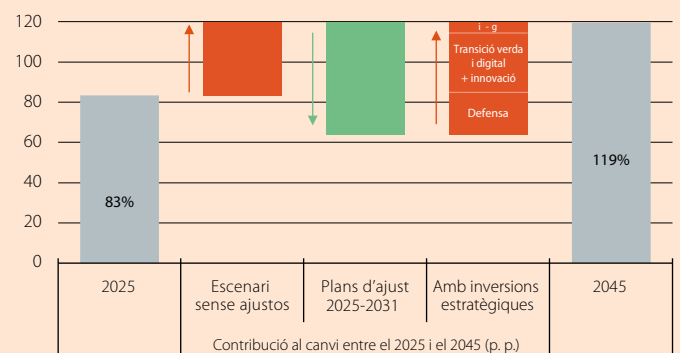
Dues forces contraposades: consolidació fiscal vs. autonomia estratègica

D'una banda, la situació de les finances públiques europees emergida després de la pandèmia¹ i els efectes de l'envelliment demogràfic² aboquen a un deteriorament fiscal notable si no s'adopten mesures compensatòries i allunyen un nombre creixent de països de les referències del Pacte d'Estabilitat i Creixement. Prenent com a base les previsions de la Comissió Europea per als diferents Estats membres, en un escenari sense ajustos, el dèficit públic agregat per a la UE es podria ampliar en 10 anys fins al 5% del PIB (el 3,2% el 2024), i la ràtio de deute públic es podria acostar al 100% del PIB (el 81% el 2024).³ Sota el nou marc de governança fiscal europea, el principal instrument per corregir aquests desequilibris són els plans fiscals estructurals a mitjà termini, en els quals els Estats membres recullen el full de ruta per assegurar la sostenibilitat del deute públic.⁴ Per a aquells països que han de realitzar ajustos, les mesures incloses en els plans comporten una reducció anual en el dèficit estructural primari de 0,5-0,6 p. p. del PIB entre el 2025 i el 2031 (alguns en quatre anys i altres durant un període ampliat de set anys). I, per al deute públic de la UE en el seu conjunt, la diferència amb l'escenari sense ajustos és molt substancial, fins a 25 p. p. menys en 10 anys i 50 p. p. per sota en 20 anys (vegeu el primer gràfic). La implementació dels plans a mitjà termini és, per tant, crucial per garantir la sostenibilitat de les finances públiques.

I, d'altra banda, com ho han posat de manifest en anys recents la COVID-19, la invasió russa d'Ucraïna i l'unilateralisme de la nova Administració Trump, la UE presenta dependències estratègiques en àmbits com la defensa, la innovació i la doble transició verda i digital. Així, l'informe Draghi, publicat el 2024, recollia unes necessitats addicionals d'inversió en aquestes àrees d'uns 800.000 milions d'euros anuals,⁵ xifra que ara, després dels compromisos d'incrementar la despesa en defensa adquirits a l'OTAN,⁶ ha estat actualitzada pel BCE fins als 1,2 bilions (prop del 7% del PIB del 2024).⁷ Sota la hipòtesi que el sector públic finança el 25% d'aquestes necessitats addicionals d'inversió en els 10 propers anys (el 100% en el cas de defensa per la seva condició de monopsoni natural), aquest impuls de la despesa podria incrementar el deute públic de la UE en una magnitud que contrarestaria la reducció que s'espera assolir amb els plans d'ajust a mitjà termini (vegeu el primer gràfic).⁸ Per tant, en la recerca d'una desitjada autonomia estratègica en l'actual context geopolític, hauríem tornat a la casella de sortida en termes de (in)sostenibilitat del deute, amb riscos addicionals de retroalimentació per la pressió sobre els costos de finançament dels Estats membres.⁹

Deute públic total dels països de la UE*

(% del PIB)



Notes: * Canvi entre el 2025 i el 2045. Previsió del 2025 publicada a l'informe de primavera de la Comissió Europea. i - g indica l'efecte del canvi en el diferencial entre el tipus d'interès (i) i el creixement nominal del PIB (g), assumint que cada augment d'1 punt en la ràtio del deute públic incrementa el cost del nou finançament en 4 p. b., i un multiplicador fiscal de 0,75 per a canvis en el saldo estructural primari. Les inversions estratègiques consideren que el gap actual es tanca de manera progressiva fins al 2035.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea i del BCE.

1. Vegeu el Focus «Els límits del deute: edició 2025», en aquest mateix Informe Mensual.

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

3. Càlculs propis basats en els escenaris remesos per la Comissió Europea als Estats membres abans de l'elaboració dels plans fiscals estructurals a mitjà termini el 2024-2025.

4. Vegeu el Focus «El nou marc de governança econòmica de la UE», a l'IM01/2025.

5. Vegeu el Focus «Draghi proposa una política industrial europea com a motor davant els reptes de les properes dècades», a l'IM10/2024.

6. Vegeu el Focus «El 5% del PIB en defensa: per què?, amb quina finalitat?, és factible?», a l'IM09/2025.

7. BCE (2025), «Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions».

8. A l'escenari de referència, considerem un augment progressiu de la despesa en defensa fins al 3,5% del PIB el 2035 (el 5% per a Polònia i per a les repúbliques bàltiques) i de la inversió pública per a innovació i per a la doble transició verda i digital d'1,5 p. p. en el mateix període.

9. Baldacci, E. i Kumar, M. S. (2010), «Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yield», estimen la sensibilitat del tipus d'interès en un rang de 3 a 5 p. b. per cada p. p. d'increment en la ràtio de deute públic. D'aquesta manera, *ceteris paribus*, l'increment de la inversió pública per a finalitats estratègiques podria incrementar entre 0,75 i 1,25 p. p. el cost del nou finançament en 10 anys i entre 1,5 i 2,5 p. p. en 20 anys en relació amb l'escenari amb ajustos sota les noves regles fiscals.

Palanques de mitigació cap a un nou equilibri

En aquest escenari, una estratègia fiscal creïble hauria de combinar una certa flexibilitat a curt termini per tancar la bretxa d'inversió –ampliant a la resta d'àrees crítiques la clàusula d'escapament per a despesa en defensa activada enguany i augmentant el finançament conjunt dels béns públics comunitaris– amb el requisit imprescindible d'una major eficiència en la despesa pública i en la construcció d'unes bases sòlides per a un major creixement potencial. Aquesta estratègia permetria abordar el necessari procés de consolidació fiscal a mitjà termini, que, sent més realista, podria implicar una referència d'arribada més elevada per a la ràtio de deute públic –més a prop del 90% del PIB que del 60% actual–, quelcom que, de fet, està implícit en els plans d'estímul d'Alemanya.¹⁰

L'aspiració d'augmentar el creixement econòmic de la UE és indissociable del debat fiscal. Un major ritme d'avanç de l'activitat permetrà ampliar la base d'ingressos i «absorbir» deute públic amb més rapidesa i contindrà també la pressió sobre els costos de finançament que podria comportar un nou ancoratge fiscal a mitjà termini (vegeu el segon gràfic).¹¹ Amb aquest objectiu, les inversions assenyalades més amunt s'han de canalitzar a través de projectes d'impacte en termes d'autonomia estratègica i d'abast macroeconòmic a la UE –amb un pes creixent del valor afegit europeu. A més a més, tal com ho recullen els objectius de la Brúixola de la Competitivitat, és necessari avançar en paral·lel en l'agenda reformadora, amb la inclusió de la simplificació reguladora, d'una major integració del mercat únic, de nous instruments de finançament dins una unió de capitals, i amb la revisió del marc de competència i de les ajudes d'Estat per impulsar projectes europeus amb una dimensió comunitària.¹² Com ho va assenyalar el mateix Draghi en l'aniversari del seu informe, cal accelerar l'adopció i la implementació d'aquesta ambiciosa agenda per generar un cercle virtuós amb més participació del capital privat i amb menys exigències per als comptes públics.¹³

Pel que fa al paper que pot exercir el finançament conjunt per cobrir les necessitats estratègiques, l'emissió de deute mancomunat ha mostrat la seva potència davant xocs d'elevada magnitud acompanyats d'estrès als mercats financers, ha facilitat la implementació i ha rebaixat el cost de les polítiques contracíclics a curt termini, i ha alleujat la tensió sobre les finances públiques a mitjà termini.¹⁴ No obstant això, en «temps normals» i sense una estructura federal completa, no sembla que el recurs al finançament conjunt (ja sigui per la via dels mercats o per la via del pressupost comunitari) estigui tan justificat per la seva garantia de la sostenibilitat fiscal conjunta de la UE –al capdavant, és deute que els Estats membres hauran de retornar– com pels guanys potencials d'eficiència en àrees en què la despesa pública nacional està fragmentada, com les xarxes transeuropees d'energia i de transport o unes capacitats mínimes de defensa coordinada a nivell comunitari. Dit això, els 530.000 milions d'euros que proposa la Comissió Europea per finançar inversions estratègiques en l'horitzó 2028-2034 –inclòs el nou Fons de Competitivitat i més recursos per a la facilitat *Connecting Europe*– poden semblar una xifra reduïda, ja que la seva part incremental en relació amb el pressupost anterior és equivalent, amb prou feines, al 4% del *gap* total estimat pel BCE.¹⁵ Un increment del 25% d'aquests fons permetria finançar fins al 20% de les inversions públiques en àrees estratègiques en els propers anys.¹⁶

Consolidació sí, però adaptada als nous temps

Un major creixement econòmic potencial, una major eficiència en la despesa pública, un major grau de cofinançament en béns públics comunitaris i una major flexibilitat en les regles fiscals són palanques clau de mitigació per a la sostenibilitat del deute públic europeu. No obstant això, és probable que no siguin suficients davant possibles xocs futurs i que una certa dosi de consolidació addicional continuï sent necessària a mitjà termini, tot i que tindria una magnitud molt més limitada que els plans

10. Zettelmeyer, J. (2025), «What does German debt brake reform mean for Europe?», i Darvas, Z., Welslau, L. i Zettelmeyer, J. (2025), «What Germany's medium-term fiscal plan means for Europe».

11. Estímem que, més enllà de l'efecte multiplicador de les inversions estratègiques, un increment del creixement mitjà anual del PIB nominal de 0,5 p. p. en els cinc propers anys i d'1 p. p. de llavors ençà podria reduir la ràtio del deute públic de la UE en uns 15 p. p. d'aquí a 20 anys.

12. Vegeu el Focus «[Acceleració en el canvi de les prioritats polítiques de la UE](#)», a l'IM04/2025.

13. Draghi, M. (2025), «High Level Conference – One year after the Draghi report: what has been achieved, what has changed».

14. Burriel, P., Kataryniuk, I. i Pérez, J. J. (2022), «Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool».

15. Vegeu el Focus «[Pressupost 2028-2034 per a la UE: missió impossible?](#)», a l'IM09/2025.

16. Si es fes amb un finançament conjunt, estímem que la ràtio de deute nacional del conjunt de països de la UE podria ser uns 10-12 p. p. inferior el 2045, en relació amb un augment una mica menor en el deute comunitari, resultat de l'impacte diferencial sobre el cost de finançament.

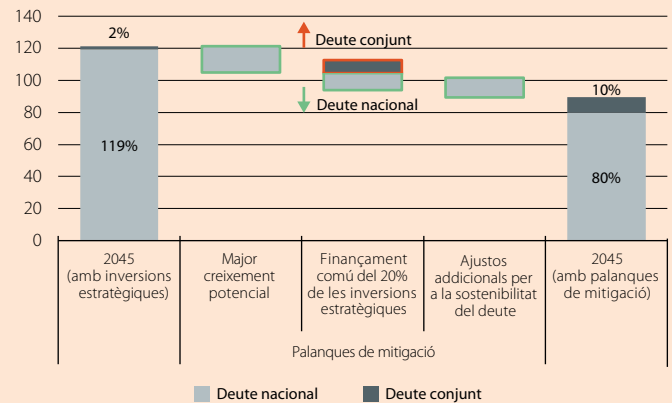
d'ajust aprovats per als propers anys (vegeu el segon gràfic).¹⁷ Aquest camí serà més fàcil de recórrer en la mesura que sigui progressiu però persistent i estigui integrat en una estratègia fiscal creïble i coordinada entre els Estats membres.

Des del punt de vista dels ingressos, l'estructura impositiva ha d'afavorir el creixement econòmic i eliminar les distorsions en l'eficiència dels mercats, al mateix temps que ha de contribuir, amb una recaptació suficient i amb una progressió adequada, a mitigar les desigualtats socials i territorials que sorgeixen en la transició cap a una economia europea més autònoma i competitiva a nivell global. I, pel costat de la despesa, a més del fet que la major inversió estratègica es dirigeixi a àrees més productives, és convenient fer un seguiment continu de l'eficiència i de l'impacte de les polítiques públiques i avaluar els efectes que el canvi en la composició dels pressupostos hagi de tenir sobre el creixement i sobre la distribució de la renda.¹⁸

Veiem, per tant, que conciliar la sostenibilitat del deute públic amb l'impuls a l'autonomia estratègica europea és un repte d'enorme complexitat, marcat per tensions entre disciplina fiscal, inversions necessàries i exigències geopolítiques. Cada avanç en un d'aquests fronts implica ajustos i riscos en els altres, la qual cosa exigeix una coordinació ambiciosa i flexible entre els Estats membres, sota la disciplina contínua dels mercats financers i amb la complicació addicional d'una creixent fragmentació política interna. La magnitud i la interdependència dels desafiaments tractats en aquesta anàlisi evidencien la dificultat d'assolir un equilibri durador, però la inacció o la falta d'ambició podrien deixar la UE endarrerida en relació amb altres potències globals en termes de benestar i amb un desafiament d'endeutament molt més exigent que l'actual.

David Martínez Turégano

Deute públic total de la UE el 2045* (% del PIB)



Notes: * Canvi en relació amb l'escenari amb inversions estratègiques. El deute públic total de la UE inclou el deute nacional dels Estats membres i el deute conjunt. El saldo del deute conjunt previst per al 2045 es correspon amb l'amortització progressiva del finançament per l'NGEU. L'escenari de major creixement potencial assumeix un augment progressiu de 0,5 p. p. fins al 2030 i fins a 1 p. p. a partir del 2035. La diferència entre el que augmenta el deute conjunt per finançar el 20% de les inversions estratègiques i el que es redueix la ràtio de deute nacional s'explica per l'impacte sobre el cost de finançament. Els ajustos addicionals per a la sostenibilitat del deute públic es materialitzen en un augment progressiu del saldo estructural primari a partir del 2029, quan finalitza l'aplicació de la clàusula d'escapament per a la despesa en defensa (ampliada aquí a altres inversions estratègiques). Els efectes consideren l'impacte per la via del multiplicador fiscal i del tipus d'interès del nou finançament.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea i del BCE.

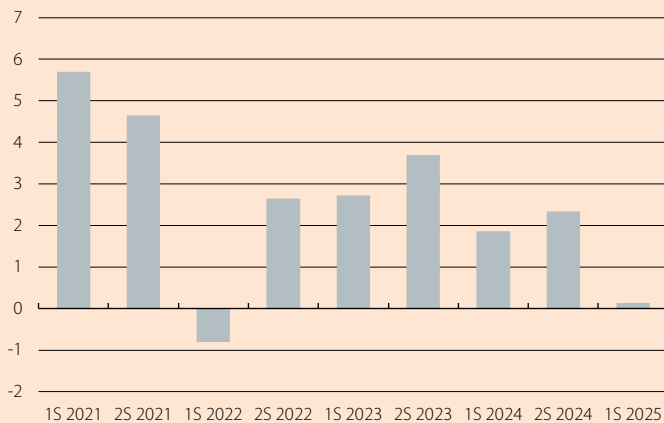
17. Segons estimacions pròpies, l'estabilització de la ràtio de deute públic a partir del 2045 requeriria un increment del saldo estructural primari equivalent a la reducció entre 10 i 15 p. p. del PIB en l'endeutament de la UE. Per als països amb nivells per damunt del 90% del PIB, es considera la seva convergència a aquest nivell o, si és superior, al nivell que s'esperaria després dels ajustos en els plans d'ajust a mitjà termini (sense inversions estratègiques).

18. FMI (2025), «Fiscal Monitor: Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth».

Perspectives dels EUA 2026: resiliència amb fragilitats

L'economia dels EUA ha mostrat una notable capacitat de resistència el 2025, malgrat enfrontar-se a un entorn complex marcat per les tensions comercials, per les tibantors de la política interna i per la incertesa. Malgrat aquests obstacles, el creixement va assolir l'1,6% (anualitzat) en la primera meitat de l'any, impulsat, principalment, pel dinamisme de la inversió en actius vinculats a la intel·ligència artificial (IA) i per un consum privat que, tot i que modera el seu creixement, continua aportant a l'activitat.

EUA: creixement del PIB un cop exclosa la inversió en equipament de processament d'informació i en software (%, anualitzat)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BEA.

De cara al 2026, les perspectives són positives. Projectem un ritme de creixement pròxim al potencial (el 2%), sustentat, principalment, per la continuïtat del vigorós cicle d'inversió privada, vinculat en especial a la IA. Una altra font de suport serà una política monetària que transita cap a una posició més neutral, a més d'una política fiscal expansiva que manté estímuls a curt termini. Ara bé, aquests pilars també comporten riscos a mitjà termini, amb dubtes sobre la rendibilitat de l'onada d'inversió en IA, sobre la salut dels comptes públics i la sostenibilitat del deute, sobre la capacitat de la Fed de transitar cap a la neutralitat i sobre el teló de fons de riscos més directament vinculats a les mesures de la nova Administració Trump. Entre aquests riscos, destaquen l'impacte sobre el mercat laboral, els salaris i l'activitat de les polítiques migratòries restrictives, la reconfiguració de les institucions nord-americanes i les persistents tensions aranzelàries.

L'auge de la inversió en IA lidera el creixement

El 2025, la inversió privada en tecnologia i en IA ha estat la gran impulsora del creixement. La despesa en equipaments de processament d'informació (ordinadors, servidors) i en *software* va créixer, en la primera meitat de l'any, a taxes anuals del 35% i del 23%, respectivament, i va aportar 1,4 p. p. a un creixement total de l'1,6%. Sense aquesta embranzida de la inversió en tecnologia, el PIB gairebé no hauria crescut.

L'epicentre de l'auge se situa a Silicon Valley, on un grup reduït de grans companyies¹ ha invertit, en la primera meitat de l'any, prop de 194.000 milions de dòlars en infraestructura i en centres de dades. S'estima que la xifra arribarà als 368.000 milions al final del 2025 (equivalent a l'1,2% del PIB) i que podria assolir els 432.000 milions el 2026, més del doble del que es va invertir el 2023. A això se sumen els projectes d'empreses com OpenAI i les quantioses inversions necessàries per reforçar la xarxa elèctrica i la producció de xips, on destaquen actors com Nvidia.

A curt termini, aquest *boom* inversor té un efecte clarament positiu sobre l'economia. Però la concentració del creixement principalment en un motor planteja riscos. Si el vent de cua tecnològic s'afebleix, podrien quedar al descobert febleses de fons: un consum més fràgil, un mercat laboral que s'ha començat a refredar i els efectes inflacionistes dels aranzels, que, tot i que fins ara han estat limitats (en part, per l'acumulació d'inventaris i de compres anticipades en el 1T 2025), es podrien intensificar a mesura que s'esgotin els matalassos d'existències.

A més a més, sorgeixen dubtes sobre la sostenibilitat de l'auge. Les empreses s'enfronten a reptes operatius per escalar la seva infraestructura, mentre que encara no és clar el veritable impacte de la IA sobre la productivitat ni la seva capacitat per generar beneficis sostenibles. Si les expectatives no es compleixen, es podria produir, a mitjà termini, una correcció en les valoracions borsàries, amb implicacions financeres que seran més o menys àmplies en funció de l'augment del crèdit i del deute que acompanyi el *boom* inversor en els propers anys.² Un altre possible factor d'amplificació deriva de l'augment d'estructures de finançament més palanquejades i circulars, amb participacions creuades entre empreses del mateix sector al llarg de les cadenes de valor.

La palanca monetària

En el front monetari, la Reserva Federal es troba en plena transició des d'un posicionament que qualifica de moderadament restrictiu cap a un de més neutral. En l'actualitat, el tipus *fed funds* se situa en el rang del 3,75%-4,00%, i esperem que, al final del 2026, se situï en el 3,00%-3,25%. El gir respon a un deteriorament del mercat laboral: la creació d'ocupació s'ha refredat, la contractació disminueix i

1. En particular ens referim a Amazon, Microsoft, Meta, Alphabet, Oracle, Apple i Tesla.

2. Per exemple, segons les estimacions de Morgan Stanley i de Bloomberg, de les inversions que faran les grans tecnològiques entre el 2026 i el 2028 en centres de dades, el 50% serà finançat amb flux de caixa de les empreses, el 30% per crèdit privat i el 20% restant per altres fonts. Vegeu Ren, S. (2025, 2 d'octubre), «AI Data Centers Give Private Credit Its Mojo Back», Bloomberg.

l'atur ha començat a repuntar. Malgrat que la inflació es manté per damunt de l'objectiu del 2%, la Fed busca evitar un refredament excessiu de l'ocupació que comprometi l'activitat.

No obstant això, el consens dins el FOMC és limitat: un grup de membres defensa una certa prudència i un altre pressiona per retallades més agressives. En un context en què els dos mandats –estabilitat de preus i plena ocupació– tiren en direccions oposades, el marge d'error és estret, i el camí dels tipus d'interès és incert. Segons paraules de Powell, les properes retallades estan «lluny» d'estar garantides.

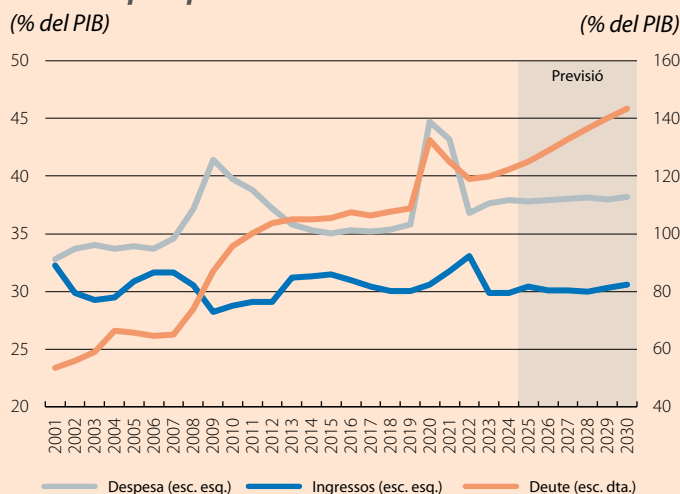
A aquesta incertesa se suma un risc institucional. El 2025, la Casa Blanca ha intensificat la pressió sobre la Fed, ha proposat nomenaments afins i ha generat un cert debat sobre la independència del banc central. L'intent de destituir la governadora Lisa Cook ha establert un precedent inusual, i el nomenament d'Stephen Miran –economista afí al president Trump– ha despertat recels. Miran ha expressat posicionaments que divergeixen de la resta del FOMC i ha contribuït a la major dispersió de projeccions de tipus d'interès entre els membres de la Fed a la reunió del setembre (en què sol haver-hi més consens sobre els tipus per al final de l'any) dels 13 últims anys, com s'aprecia al segon gràfic. Malgrat que no veiem senyals clars que la Fed hagi de perdre la seva independència, i confiem que la majoria dels seus membres continuaran actuant amb l'objectiu de complir els seus mandats, aquestes tensions institucionals afegeixen incertesa a l'entorn econòmic i financer, quan, a més a més, el 2026, es renoven almenys dos llocs del Consell.³

Perspectives fiscals

Al juliol del 2025, va entrar en vigor la llei OBBA (*One Big Beautiful Bill Act*), que fa permanents la majoria de les rebaixes fiscals aprovades el 2017 i afegeix noves reduccions temporals.⁴ També permet que les empreses dedueixin immediatament certes despeses de capital, la qual cosa incentiva la inversió a curt termini.

Aquestes mesures ajuden a mantenir el creixement a curt termini, però a costa d'un deteriorament més sever dels comptes públics. Així, tot fa pensar que, enguany, el dèficit públic es mantindrà al voltant del 7% del PIB –el doble de la mitjana prèvia a la pandèmia–, i les previsions apunten al fet que continuarà en aquest nivell durant diversos anys. L'augment de la recaptació per aranzels és molt probable que no compensi l'augment de la despesa pública prevista. El Fons Monetari Internacional estima que, si es manté aquesta tendència, el deute públic brut podria superar el 140% del PIB cap al final de la dècada, un augment molt considerable en poc temps si tenim en compte que espera que tanqui el 2025 en el 122%. En altres paraules, l'impuls fiscal d'avui es podria convertir en una càrrega demà.

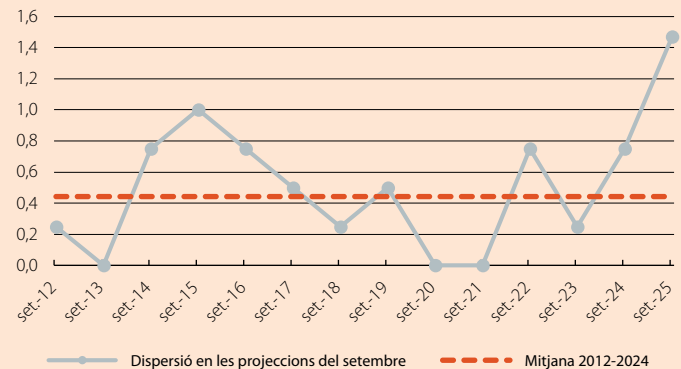
EUA: comptes públics



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

Dispersió en les projeccions del nivell de tipus per al final de l'any (reunions FOMC - setembre)

(p. p.)



Notes: La dispersió fa referència a la diferència entre el tipus màxim i el tipus mínim projectat al dot plot. El tipus màxim projectat al setembre del 2025 és del 4,375% i el tipus mínim (el d'Stephen Miran) és del 2,875%.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed.

Un optimisme cautelós

En conjunt, l'economia dels EUA encara el 2026 amb una mescla de fortaleza i de vulnerabilitat. La resiliència demostrada el 2025 ha superat les expectatives, i els dos motors –inversió en IA i noves retallades de tipus– auguren un altre any de creixement sòlid. No obstant això, el panorama no està exempt de riscos. És cert que l'auge tecnològic es podria prolongar, i si les millores en productivitat es materialitzen, els seus beneficis s'estendran més enllà del 2026. Però, si la rendibilitat de les inversions no compleix el que s'espera, l'impacte negatiu sobre el creixement i sobre els mercats financers seria significatiu a mitjà termini. La Fed enfronta dilemes interns i pressions externes mentre persisteixen riscos laborals, aranzelaris i polítics, amb el deteriorament dels comptes públics com a teló de fons.

Isabela Lara White

3. Al gener, es renova el lloc que ocupa Miran, que, des del setembre del 2025, està finalitzant el mandat d'Adriana Kugler. El mandat de Powell com a president del FOMC venç al maig, i, tot i que el seu lloc de governador no acaba fins al 2028, els seus predecessors han renunciat al Consell en acabar els seus mandats com a *chairman*.

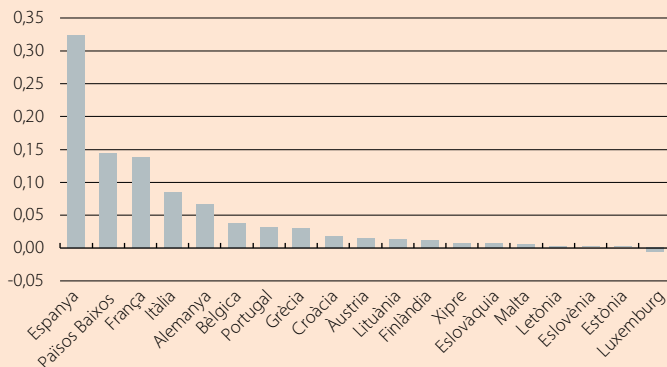
4. Com l'exempció de l'impost sobre la renda per a les propines o les hores extres.

Bones perspectives de creixement per a l'economia espanyola el 2026

Balanç positiu del 2025

Malgrat un 2025 marcat per les tensions comercials globals, l'economia espanyola ha mostrat un dinamisme sòlid. S'estima que el PIB creixerà el 2,9%, molt per damunt de l'1,3% de la zona de l'euro, la qual cosa situa Espanya, juntament amb Irlanda, com a principal motor econòmic de la regió (vegeu el primer gràfic).

Zona de l'euro: contribució al creixement del PIB per països en el primer semestre del 2025 (p. p.)



Nota: Excloem Irlanda pel comportament anòmal en el 1T 2025, quan l'economia, impulsada pels resultats de les multinacionals situades al país, va créixer el 7,5% intertrimestral.

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

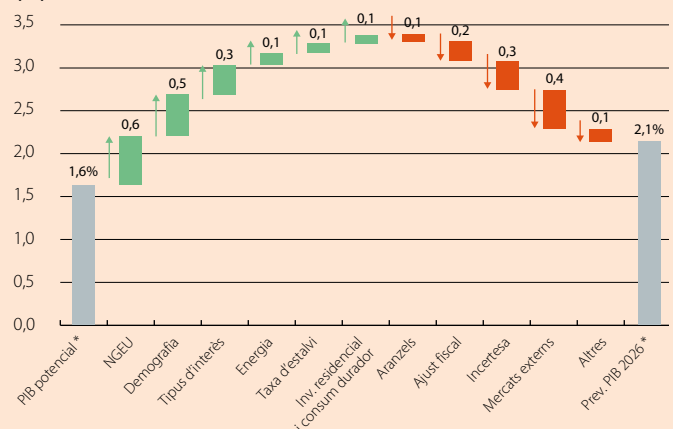
Perspectives per al 2026: desglossant els motors del creixement

Preveiem que el PIB espanyol creixerà el 2,1% el 2026. Aquest creixement es desglossa en diversos factors (vegeu el segon gràfic). Partim d'un ritme de creixement subjacent (o «potencial») estimat al voltant de l'1,6% anual —és a dir, la velocitat a la qual podria créixer el PIB espanyol considerant la tendència productiva de fons—, al qual es van afegint altres factors.¹

Pel costat positiu, diversos canals continuaran empenyent l'activitat econòmica espanyola:

- **Fons europeus (NGEU):** el 2026, un any clau, perquè a l'agost s'hauran d'haver complert totes les fites del Pla de Recuperació, s'accelerarà la inversió vinculada als fons europeus. Preveiem que s'executaran uns 17.500 milions en subvencions (en relació amb els ~15.000 milions del 2025)² i que s'avançarà en els projectes finançats amb préstecs. Aquesta injecció de fons podria aportar 0,6 p. p. al creixement del PIB.
- **Impuls demogràfic:** el 2026, la immigració continuarà impulsant el creixement poblacional, que s'estima en el 0,8%, molt per damunt del 0,3% anual previ a la pandèmia. En incorporar aquest diferencial, l'augment addicional de població es traduiria en prop de 0,5 p. p. de creixement al PIB. Aquest impuls demogràfic propiciarà la continuïtat de la fortalesa del mercat laboral —preveiem un creixement de l'ocupació del 2% el 2026.
- **Condicions financeres raonablement acomodaticies:** la política monetària continuarà sent un suport net per a l'economia espanyola durant el 2026. Tot i que no s'esperen noves retallades de tipus d'interès, l'economia i, en especial, la inversió es continuaran beneficiant de la transmissió de les baixades de tipus que van tenir lloc el 2024 i el 2025. Aquest canal podria

PIB 2026: desglossament del creixement (p. p.)



Notes: Variació anual (%). * PIB potencial corregit per l'impacte del fort creixement demogràfic i els fons NGEU.

Font: CaixaBank Research.

1. Per netejar l'efecte del fort creixement demogràfic dels últims anys i de l'impacte dels fons NGEU, en el càlcul del PIB potencial, hem suposat que la demografia ha crescut, des del 2022, segons la mitjana del 2017-2019, del 0,3% anual, i, a més a més, hem reduït la inversió anual per la quantia estimada provinient dels fons NGEU.

2. D'aquesta manera, s'haurien executat els 80.000 milions de transferències del Pla de Recuperació.

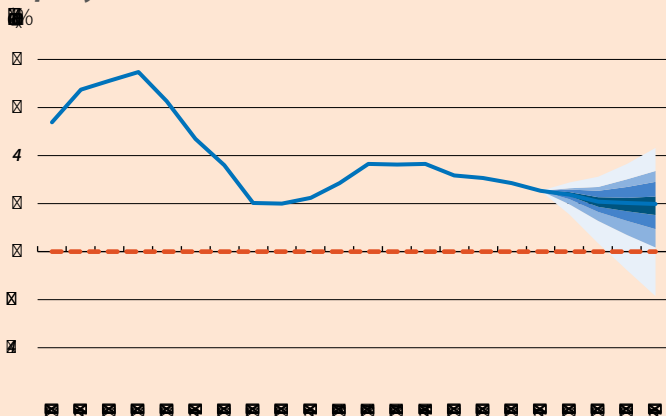
aportar 0,3 p. p. al creixement del PIB, amb un impacte especial sobre la inversió en equipament, tot i que només el 6,4% per damunt del nivell pre-pandèmia, en relació amb el 10,0% del PIB.

- Alleujament en els preus energètics: s'espera que, el 2026, els preus del petroli i del gas baixin lleugerament en relació amb el 2025, la qual cosa reduiria els costos per a les empreses i per a les llars i aportaria un petit impuls al creixement econòmic.
- Consum privat i estalvi: l'elevat creixement de la renda bruta disponible, impulsada per la fortalesa del mercat laboral, ha permès un augment substancial de la taxa d'estalvi de les llars. Preveiem que, el 2025, la taxa d'estalvi es mantindrà en cotes pròximes al 13% de la renda bruta disponible i projectem un suau descens el 2026 a conseqüència d'una menor incertesa i de la reducció recent dels tipus d'interès. Aquesta disminució de la taxa d'estalvi ajudarà a mantenir el dinamisme del consum privat i impulsarà lleugerament el creixement del PIB en 0,1 p. p.
- Inversió residencial en auge: la construcció d'habitatge transitarà una fase expansiva el 2025 i el 2026. En resposta a l'alta demanda, es preveu que els visats d'obra nova passin dels 128.000 del 2024 als 140.000 el 2025 i als 150.000 el 2026. Els habitatges iniciats el 2025 continuaran generant activitat el 2026, ja que la construcció d'habitatge es prolonga més d'un any, i el consum de béns duradors vinculats a la llar també creixerà. En conjunt, aquest canal aportaria 0,1 p. p. al creixement del PIB.³

Per descomptat, no tots els factors empenyeran a l'alça. També identifiquem diversos vents en contra que moderaran el creixement el 2026:

- Feblesa de l'entorn exterior: el principal fre provindrà del sector extern, atès que, el 2026, els nostres mercats d'exportació creixeran per sota de la seva mitjana històrica, afectats encara per les seqüeles del recent conflicte aranzelari i per la feblesa econòmica dels nostres principals socis comercials europeus.⁴ Això podria restar 0,4 p. p. al creixement del PIB. Addicionalment, cal considerar l'impacte directe de les barreres comercials: els aranzels que els EUA han imposat a les importacions europees al llarg del 2025 encara tindran un impacte negatiu sobre el creixement del 2026 i restaran, aproximadament, 0,1 p. p.
- Incertesa global i ajust fiscal: altres elements adversos, tot i que d'una magnitud menor, podrien pesar lleugerament. La incertesa global, tot i que més baixa que el 2025, continuarà sent un llast per a les decisions d'inversió i de consum. A més a més, es preveu una política fiscal més contractiva (exclòs l'efecte dels fons NGEU), amb ingressos públics a l'alça i amb un creixement de la despesa més moderat, la qual cosa implicarà un ajust del dèficit i una lleugera contenció de la demanda interna.

Espanya: PIB



Nota: Esgu el tranparència el l'hept ún in itade el pblitat d'elació en relació al creixement del PIB. Aquest gràfic mostra el creixement del PIB en relació al creixement del PIB. Aquest gràfic mostra el creixement del PIB en relació al creixement del PIB. Aquest gràfic mostra el creixement del PIB en relació al creixement del PIB.

una probabilitat del 60%, cas que ja incorpora la possibilitat que es materialitzin xocs, tant en negatiu com en positiu, d'una magnitud relativament elevada, el creixement se situaria entre l'1,0% i el 2,9%. D'aquesta manera, podem dir, amb un elevat grau de confiança, que, l'any vinent, l'economia espanyola continuarà creixent a un bon ritme.

En conjunt, preveiem un creixement del 2,1% el 2026, una xifra sòlida però una mica inferior a la del 2025. Aquesta moderació s'explica perquè diversos suports clau ja han impulsat l'economia el 2025. En concret, el 2026, l'aportació al creixement de la demografia, dels tipus d'interès i del sector turístic serà similar a la del 2025. S'espera, només, que l'aportació dels fons NGEU sigui superior. En canvi, ara guanyen pes factors com el menor dinamisme exterior i la transició cap a una fase més madura del cicle econòmic.

Intervals de confiança: quantificant la incertesa

Com tota previsió, el nostre escenari està subjecte a incertesa. Per aquest motiu, presentem intervals de creixement amb les seves respectives probabilitats associades. Per fer-ho, utilitzem el model macroeconòmic per a l'economia espanyola de CaixaBank Research.⁵ Al tercer gràfic, es mostra l'evolució del creixement del PIB que esperem fins al 4T 2026 i les possibles desviacions en relació amb les nostres previsions. D'acord amb aquesta anàlisi, amb el 40% de probabilitat, el creixement anual del PIB del 2026 se situarà entre l'1,5% i el 2,7%. Amb

Oriol Carreras Baquer

3. Aquest càlcul és l'aportació al creixement del PIB en excés de l'aportació que resultaria si aquesta categoria creixés al ritme marcat pel creixement del PIB potencial.
4. El creixement dels nostres principals mercats d'exportació va ser del 3,5%, de mitjana anual, entre el 2014 i el 2024. Per al 2026, preveiem un avanç de l'1,9%.
5. Es tracta d'un model semiestructural d'equilibri general de l'economia espanyola, on la visió a curt termini està determinada per la demanda agregada, mentre que, a llarg termini, la demanda i l'oferta agregades s'igualen. Vegeu https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2022/12/14/34454/wp-320-modelo-semiestructural-de-caixabank-research-para-espana_0.pdf.