

IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 508 | FEBRER 2026



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

Innovació, expectatives i vertigen: la concentració per la IA redefineix Wall Street?

Primes de risc i macroeconomia: una relació robusta i transversal

ECONOMIA INTERNACIONAL

Hores treballades i productivitat: Espanya és un cas atípic a la UE?

Hi ha raons perquè l'habitatge sigui la principal preocupació de la ciutadania europea

Les diferents velocitats de la inflació: un càlcul diferencial per al BCE

ECONOMIA ESPANYOLA

Necessitats de finançament del Tresor el 2026: elevades però absorbibles gràcies a la forta demanda

La rotació empresarial, un repte estructural de la restauració espanyola

Indicador salarial de CaixaBank Research: noves perspectives per dimensió empresarial i permanència laboral



CaixaBank
Research

INFORME MENSUAL**Febrer 2026**

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

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com**Enric Fernández**

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

Adrià Morron Salmeron i**Oriol Carreras**Coordinadors de l'*Informe Mensual***BPI Research (UEEF)**www.bancobpi.pt/[https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research)[estudios-mercados/research](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research)deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

5 de febrer de 2026

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS**

- 9 *Innovació, expectatives i vertigen: la concentració per la IA redefineix Wall Street?*

David del Val Gómez

- 11 *Primes de risc i macroeconomia: una relació robusta i transversal*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

- 16 *Hores treballades i productivitat: Espanya és un cas atípic a la UE?*

David Martínez Turégano

- 18 *Hi ha raons perquè l'habitatge sigui la principal preocupació de la ciutadania europea*

David Martínez Turégano

- 21 *Les diferents velocitats de la inflació: un càlcul diferencial per al BCE*

25 ECONOMIA ESPANYOLA

- 27 *Necessitats de finançament del Tresor el 2026: elevades però absorbibles gràcies a la forta demanda*

Javier García-Arenas

- 30 *La rotació empresarial, un repte estructural de la restauració espanyola*

Pedro Álvarez Ondina

- 32 *Indicador salarial de CaixaBank Research: noves perspectives per dimensió empresarial i permanència laboral*

Josep Mestres Domènech

35 ECONOMIA PORTUGUESA

Créixer de manera dinàmica, equilibrada i duradora

L'economia espanyola continua avançant a un ritme dinàmic. Són ja diversos anys encadenant un creixement relativament elevat, tant en perspectiva històrica com en comparació amb la majoria d'economies desenvolupades. I, també un any més, el creixement ha superat les previsions de la major part d'analistes, inclosos els de CaixaBank Research. Així, el 2025 va tancar amb una notable acceleració, amb un creixement intertrimestral del 0,8% en el 4T. En el conjunt de l'any, el PIB va avançar el 2,8%: el doble que el de la zona de l'euro, 1 p. p. per damunt de la mitjana des de l'any 2000 i 0,5 p. p. superior a les previsions d'un any enrere. El balanç del 2025 és, per tant, positiu.

Les últimes dades també confirmen el gir en els motors de creixement. L'activitat ja no està impulsada, principalment, per la demanda externa neta i pel consum públic, sinó pel consum de les llars i per la inversió. En aquest àmbit, destaca el fort impuls de la inversió en intangibles, mentre que la inversió en béns d'equipament ha guanyat tracció en els últims trimestres. Amb una demanda interna vigorosa i amb uns socis comercials encara febles, és lògic que les importacions creixin més que les exportacions. En altres paraules, la demanda externa neta resta creixement. No obstant això, les exportacions continuen augmentant –en especial les de serveis turístics i no turístics– i el saldo per compte corrent es manté clarament en positiu, per damunt del 2% del PIB.

El dinamisme dels indicadors recents i la composició del creixement ens obligaran a revisar a l'alça l'escenari macroeconòmic. La previsió actual d'avanç del PIB per al 2026 se situa en el 2,1%, però les últimes dades suggereixen que es podria acostar al 2,5%.

L'economia espanyola podria créixer encara més i prolongar el cicle expansiu si aconseguís millorar-ne la productivitat. El 2025, el PIB per hora treballada va augmentar un 0,7%, amb prou feines 2 dècimes per damunt de la mitjana de 2014-2019 i basant-se, sobretot, en la reducció de les hores treballades per ocupat. El PIB per ocupat, de fet, no ha augmentat ni l'any passat ni en l'acumulat des del 2019. Al repte de la productivitat se sumen l'escassetat creixent d'habitatge i l'augment del seu preu, que, a més de tenir implicacions socials –en particular per als col·lectius més vulnerables–, pot actuar com a fre, ja que limita la mobilitat geogràfica i la capacitat de consum i d'inversió de les llars.

En positiu, és destacable que l'actual cicle expansiu no va acompanyat de l'increment de desequilibris macroeconòmics característic de fases anteriors; més aviat al contrari. El deute privat, que entre el 2000 i el 2007 va créixer de forma sostinguda i pronunciada, s'ha reduït de manera continuada en els últims anys i es troba en nivells històricament baixos, clarament per sota de la mitjana de la zona de l'euro. El mateix succeeix amb la posició deutora neta en relació amb la resta del món: després d'acostar-se al 100% del PIB el 2007, ha reculat de forma sostinguda i s'apropa ja al 40%. En el context actual, aquesta reducció és especialment rellevant, ja que disminueix la vulnerabilitat davant els canvis en el sentiment dels inversors internacionals.

Un desequilibri que continua plantejant dificultats és el de les finances públiques, un repte compartit amb diverses economies avançades. A França, al Regne Unit o als EUA, el deute públic es manté en nivells elevats i amb una tendència creixent. A Espanya, el deute públic fa anys que es redueix, tot i que ho fa lentament. Segons les estimacions de CaixaBank Research, el 2025 va caure al voltant de 0,5 p. p., però es manté encara per damunt del 100% del PIB.

Assolir un creixement dinàmic, equilibrat i durador exigeix una atenció constant a múltiples fronts, especialment a mesura que el cicle avanci. El context internacional no convida a l'optimisme. No obstant això, el punt de partida de l'economia espanyola és millor del que es preveia, el creixement no es basa en l'acumulació de desequilibris, i la intel·ligència artificial –i l'avanç tecnològic en general–, si se saben aprofitar, obren un ampli ventall d'oportunitats. Amb aquests elements, el 2026 pot tornar a ser un bon any.

Oriols Aspachs
Febrer 2026

Cronologia

GENER 2026

- 14** L'any 2025 va ser el tercer més càlid registrat (1940-2025), amb una temperatura 1,5 °C superior a la mitjana preindustrial (1850-1900), segons el programa Copernicus de la UE.
- 27** La UE i l'Índia completen les negociacions per a un acord de lliure comerç.

NOVEMBRE 2025

- 12** Fi al tancament governamental més llarg de la història dels EUA.

SETEMBRE 2025

- 9** El Tribunal Suprem dels EUA accepta estudiar per la via ràpida la legalitat dels aranzels de Trump.
- 12** S&P millora la nota creditícia del deute espanyol a A+, i Fitch apuja la de Portugal a A.
- 17** La Fed abaixa els tipus d'interès en 25 p. b., fins al rang 4,00%-4,25%, després de nou mesos de pausa.
- 26** Moody's i Fitch milloren la nota creditícia del deute espanyol a A3 i a A, respectivament.

DESEMBRE 2025

- 10** La Fed abaixa tipus en 25 p. b., fins a l'interval 3,50%-3,75%.
- 18** El Banc d'Anglaterra abaixa tipus en 25 p. b., fins al 3,75%.
- 19** El Banc del Japó apuja tipus en 25 p. b., fins al 0,75%.

OCTUBRE 2025

- 29** La Fed abaixa el tipus *fed funds* en 25 p. b., fins al rang 3,75%-4,00%, la seva segona retallada de l'any, i anuncia el final de la reducció del balanç.

AGOST 2025

- 5** Entren en vigor la majoria dels aranzels recíprocs imposats pels EUA a altres països.
- 29** S&P millora la nota creditícia del deute portuguès a A+.

Agenda

FEBRER 2026

- 2** Portugal: producció industrial (desembre).
- 4** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
Portugal: ocupació i atur (4T).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (gener).
- 5** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 6** Espanya: producció industrial (desembre).
- 9** Portugal: comerç internacional (desembre).
- 13** Portugal: salari brut mensual mitjà per treballador (4T).
- 16** Japó: PIB (4T).
- 19** Espanya: comerç exterior (desembre).
- 20** EUA: PIB (4T).
- 25** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (desembre).
- 26** Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (febrer).
- 27** Espanya: avanç de l'IPC (febrer)
Espanya: balanç de pagaments (desembre).
Portugal: desglossament del PIB (4T).
Portugal: avanç de l'IPC (febrer).

MARÇ 2026

- 3** Zona de l'euro: avanç de l'IPC (febrer).
- 4** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
- 6** Portugal: ràting Fitch.
- 9** Portugal: xifres de negocis a la indústria (gener).
- 12** Portugal: comerç internacional (gener).
- 13** Espanya: ràting Fitch i S&P.
- 17** Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (4T).
- 17-18** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 19** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 19-20** Consell Europeu.
- 23** Portugal: preus de l'habitatge (4T).
- 26** Espanya: avanç del PIB (4T).
Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (4T).
Portugal: desglossament del PIB (4T).
- 27** Espanya: avanç de l'IPC (març).
Espanya: ràting Moody's.
- 30** Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (març).
- 31** Portugal: avanç de l'IPC (març).
Portugal: ocupació i atur (febrer).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (març).

Realitat o ficció? La resposta és a les dades

Cada vegada és més difícil abstrure's del soroll provocat pel context geopolític i centrar-se en el senyal provinent de les dades macroeconòmiques. La sensació de vulnerabilitat s'intensifica per l'escassa previsibilitat dels ritmes de canvi del vell ordre internacional. I això es ratifica fent només un repàs succint del primer mes de l'any, en què s'han concatenat l'inici d'un procés de transició a Veneçuela, la signatura del Mercosur i d'un tractat de lliure comerç amb l'Índia per part d'Europa, les tensions a les dues bandes de l'Atlàntic per la sobirania de Groenlàndia o un nou episodi de crisi entre els EUA i l'Iran. Com ens ho ha recordat Mark Carney a Davos, el món està vivint un procés de ruptura que no sembla que s'hagi de produir en forma d'una transició ordenada, en què la tria és entre «ser a la taula o al menú» i la nostàlgia dels temps passats no és una estratègia. De manera que, en el convuls entorn que ens ha tocat viure, cada vegada és més difícil separar realitat i ficció, i sembla que perden valor les dades econòmiques publicades, en tractar-se d'una fotografia d'un context econòmic que pot haver mutat en poques setmanes.

No obstant això, en els últims anys, les dades han estat tossudes a l'hora d'assenyalar la resiliència de l'economia global davant xocs de diversa naturalesa. I aquesta és la tendència que es desprèn després de la publicació de la informació de tancament del 2025, que mostra una economia mundial amb ritmes de creixement pròxims als potencials, una inflació apropant-se als objectius dels bancs centrals després de les tensions postpandèmia i, fins i tot, com a novetat, un repunt de la productivitat als EUA, que estaria compensant l'atípic equilibri del mercat de treball (contraccions escasses i acomiadaments). Per tant, es manté la inèrcia positiva dins el procés d'aterratge mentre s'acaben de manifestar els efectes de les dues forces contraposades que conformaran la nova realitat econòmica futura: fragmentació/geopolítica *versus* intel·ligència artificial.

Mentrestant, igual que els sinòlegs intenten desxifrar què hi ha rere qualsevol canvi en l'escalafó polític i militar de la Xina (en l'argot, «llegir les fulles de te»), els analistes macroeconòmics tracten de triar els indicadors que puguin antici-

par canvis en la calma tensa que caracteritza l'escenari econòmic i financer. I, mentre alguns d'ells, com les expectatives d'inflació, no reflecteixen tensions futures en l'equilibri entre l'oferta i la demanda mundials, la incertesa geopolítica comença a generar moviments d'aversió al risc, que afecten, en especial, els mercats de primeres matèries i les divises. En aquest context, no es pot descartar la possibilitat que es puguin repetir «moments Truss», en què una pèrdua sobtada de credibilitat fiscal provoca una reacció desordenada del mercat, amb efectes marcats sobre la divisa i sobre el tram llarg de la corba del deute sobirà. L'últim exemple d'un episodi d'aquest tipus ha estat el Japó, on la decisió de la primera ministra d'avançar les eleccions i d'anunciar un pla d'expansió fiscal va revifar les preocupacions dels inversors sobre els equilibris pressupostaris i va situar els tipus d'interès sobirans a llarg termini en màxims històrics (el tipus d'interès del deute a 40 anys va superar per primera vegada el 4%). Aquest moviment va anar acompanyat d'una forta depreciació del ien i va encoratjar els rumors d'una possible intervenció conjunta del Ministeri de Finances japonès i del Tresor dels EUA al mercat de divises.

Tot això succeeix quan, precisament, la relació entre els mercats de primeres matèries, les divises i les tensions geopolítiques ha passat a convertir-se en una part fonamental de l'arquitectura central del nou ordre econòmic global. Amb el dòlar com a protagonista i termòmetre central de totes aquestes noves dinàmiques. Els dubtes sobre les intencions de la nova Administració nord-americana amb el bitllet verd han propiciat, en l'últim any, canvis estructurals a les cartes d'inversió globals, amb un augment del paper d'actiu refugi dels metalls preciosos. En aquest context, la sensibilitat del preu de l'or o de la plata als canvis en la cotització del dòlar ha anat augmentant, com es va posar de manifest en la forta correcció que es va produir el 30 de gener (el -10% l'or i el -30% la plata), quan l'anunci del candidat oficial a la presidència de la Fed (Kevin Warsh), el més ortodox dels nominats, va provocar una intensa apreciació del bitllet verd. A l'hora de buscar senyals, és en el dòlar, vincle entre primeres matèries, risc geopolític i nivells d'incertesa, on haurem de centrar la nostra atenció en els propers mesos.

José Ramón Díez

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	3,50	3,00
SOFR 3 mesos	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	3,71	3,10
SOFR 12 mesos	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,48	3,10
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	3,51	3,50
Deute públic 10 anys	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,14	4,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	2,15	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,93	1,97
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,92	2,03
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	2,05	2,06
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	2,14	2,11
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,27	2,18
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	2,13	1,99
Deute públic 10 anys	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,84	2,80
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,39	2,73
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,64	3,04
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,28	3,60
Prima de risc	11	164	85	98	68	45	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,16	2,21
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,49	2,68
Deute públic 10 anys	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	3,14	3,50
Prima de risc	19	314	82	63	46	31	70
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,17	1,20
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,86	0,90
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	169,10	168,00
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	61,6	65,3
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	63,9	70,9	69,8	52,6	54,4

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
CREIXEMENT DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	3,1	3,1
Països desenvolupats	2,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,6	1,6
Estats Units	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	1,8	1,9
Zona de l'euro	2,6	1,0	1,3	1,1	0,9	1,5	1,2
Alemanya	1,6	1,3	0,4	-0,7	-0,5	0,3	1,1
França	2,3	1,0	0,7	1,6	1,1	0,9	0,7
Itàlia	1,5	-0,3	1,6	1,1	0,5	0,7	0,7
Portugal	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,9	2,0
Espanya	3,6	0,7	0,7	2,5	3,5	2,8	2,1
Japó	1,4	0,4	-0,2	1,5	0,1	1,0	1,0
Regne Unit	2,8	1,2	1,0	0,4	1,1	1,3	1,2
Països emergents i en desenvolupament	6,3	4,9	3,1	4,7	4,3	4,2	4,0
Xina	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	5,0	4,0
Índia	7,2	6,7	3,8	8,9	6,7	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	3,4	2,0	1,8
Mèxic	2,3	1,5	0,5	3,1	1,4	0,8	1,4
Rússia	-	1,4	0,6	4,1	4,3	1,7	1,3
Turquia	5,5	4,5	6,3	6,6	3,3	3,2	2,9
Polònia	4,1	3,7	3,5	0,2	3,0	3,5	3,3
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,2	3,9
Països desenvolupats	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,5	2,2
Estats Units	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,6	2,8
Zona de l'euro	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,1	2,0
Alemanya	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,3	2,1
França	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	0,9	1,7
Itàlia	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,7	1,7
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,3	2,1
Espanya	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,7	2,0
Japó	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	3,2	1,5
Regne Unit	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	3,4	2,5
Països emergents i en desenvolupament	6,9	5,5	6,8	8,0	7,7	5,1	4,9
Xina	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,1	1,0
Índia	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	2,2	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	5,0	4,2
Mèxic	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	3,8	3,7
Rússia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,7	6,0
Turquia	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	34,9	26,1
Polònia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	3,3	3,2

Nota: 1. Xifres ajustades per estacionalitat i calendari per a la zona de l'euro, Alemanya, França, Itàlia, Portugal, Espanya i Polònia. Xifres ajustades per estacionalitat per als Estats Units i el Regne Unit.

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,7	0,0	0,0	1,7	3,0	3,4	2,4
Consum de les AP	4,5	0,9	2,6	4,5	2,9	1,8	0,9
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,2	-0,7	5,9	3,6	6,3	3,3
Béns d'equipament	4,9	0,2	-2,7	2,6	1,9	9,0	3,3
Construcció	5,7	-2,6	-1,3	5,5	4,0	5,2	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,8	1,5	3,2	3,5	2,3
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,5	2,2	3,2	3,4	2,2
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	2,5	0,0	2,9	6,3	2,9
Producte interior brut	3,6	0,7	0,7	2,5	3,5	2,8	2,1
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,5	1,7	3,6	2,8	3,1	1,8
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	10,5	9,7
Índex de preus de consum	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,7	2,0
Costos laborals unitaris	3,1	0,6	3,5	5,8	3,3	4,2	3,0
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,1	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	0,2	1,4	3,7	4,2	3,4	3,6
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-7,1	-3,3	-3,2	-2,7	-2,5

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,8	0,5	1,2	2,3	3,0	3,2	2,3
Consum de les AP	2,2	-0,3	2,0	1,8	1,5	1,5	1,5
Formació bruta de capital fix	-0,4	-0,7	2,9	6,0	3,8	2,7	5,5
Béns d'equipament	3,3	2,7	5,5	8,6	8,0	-	-
Construcció	-1,4	-2,4	2,6	4,5	3,0	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	2,2	2,9	3,4	2,9
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	3,6	4,2	3,1	1,0	2,7
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	4,0	2,3	4,8	4,6	4,3
Producte interior brut	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,9	2,0
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	2,3	0,9
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,5	6,4	6,3	6,4
Índex de preus de consum	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,3	2,1
Saldo op. corrents (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,0	1,4	2,1	0,6	0,9
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,5	0,1	2,0	3,3	2,5	2,5
Saldo públic (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,3	0,5	0,4	-0,6

Previsions

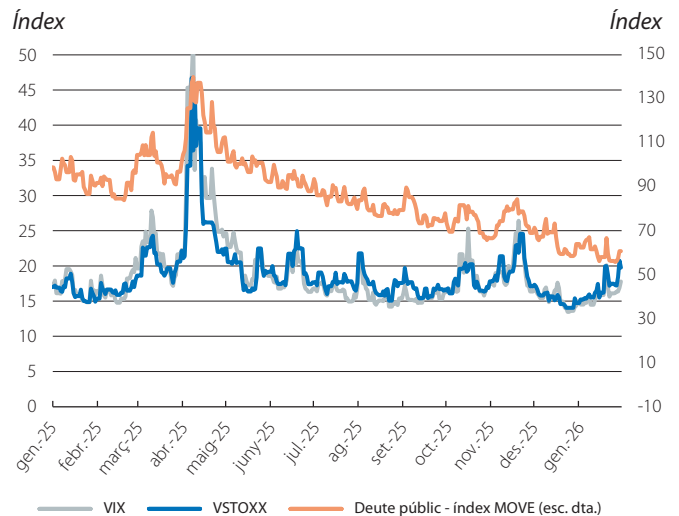
Inici d'any de focus creuats als mercats financers

Gener arrossega focus del 2025 i obre nous fronts. La geopolítica va marcar l'inici de l'any als mercats financers. El repunt de tensions, des de Veneçuela a l'Iran, i el xoc diplomàtic entre els EUA i Europa per Groenlàndia van generar moviments d'aversion al risc i van augmentar de forma puntual la volatilitat als mercats. A Àsia, un focus renovat en les perspectives fiscals del Japó va comportar moviments excepcionals dels tipus d'interès i de la divisa nipona. Alhora, persisteixen alguns focus d'incertesa de l'any passat, com les tensions aranzelàries entre grans blocs, les expectatives al voltant de la IA i l'atenció sobre la capacitat de les grans tecnològiques de rendibilitzar les inversions. Tot plegat amb el teló de fons d'uns bancs centrals que continuen ancorant les estratègies en l'evolució de les dades.

El Japó torna al centre d'atenció per les seves perspectives fiscals. La decisió de la primera ministra Sanae Takaichi d'avançar les eleccions i els plans d'expansió fiscal van revifar les preocupacions dels inversors sobre la sostenibilitat fiscal al Japó. Els tipus d'interès sobirans a llarg termini es van disparar fins a màxims històrics, amb la referència a 40 anys superant per primera vegada el 4%. Al mateix temps, a la reunió del gener, el Banc del Japó va mantenir el tipus oficial en el 0,75% (després de la pujada de 25 p. b. del desembre) i va afirmar que continuarà apujant els tipus si les previsions de creixement i d'inflació es materialitzen (els mercats cotitzen dos increments de 25 p. b. el 2026). Així i tot, el ien es va depreciar amb força, va caure a mínims d'un any i mig enfront del dòlar (vorejant els 159 iens per dòlar) i va registrar nivells no vistos des dels anys noranta enfront de l'euro (183 iens per euro), penalitzat pels inversors per la percepció d'un deteriorament fiscal. Només els rumors d'una intervenció conjunta del Ministeri de Finances japonès i del Tresor dels EUA al final del mes van frenar la caiguda del ien.

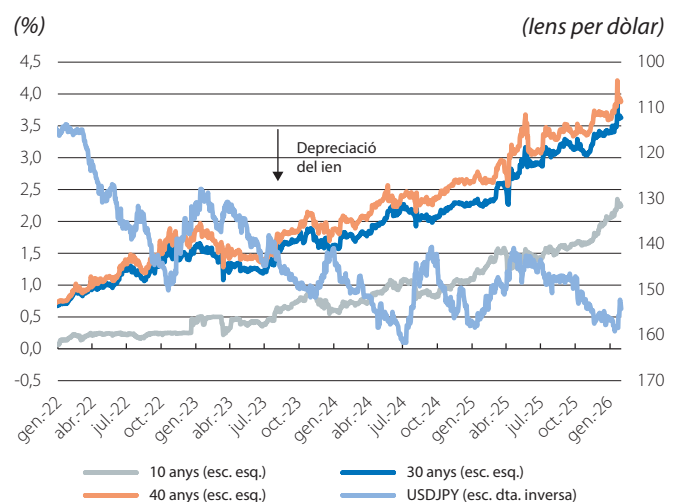
El dòlar en el focus arran del repunt del soroll geopolític. Llastat per la incertesa geopolítica i per les tensions de la política exterior i comercial dels EUA, el dòlar nord-americà es va afeblir de forma generalitzada al gener. L'índex DXY del dòlar va tancar el mes amb una caiguda pròxima a l'1%, i l'euro va arribar a cotitzar per damunt d'1,20 dòlars per primera vegada en quatre anys. Altres divises refugi van capitalitzar la situació, i el franc suís va assolir màxims històrics enfront del dòlar (va arribar a superar els 1,30 dòlars per franc). La divisa nord-americana també es va veure pressionada per les preocupacions sobre la independència de la Fed. D'una banda, al gener, es va donar a conèixer que el Departament de Justícia està duent a terme una investigació sobre el president Jerome Powell i el seu testimoni al Senat pels costos de renovació de dos edificis de la Fed. En resposta, Powell va assenyalar que la motivació real d'aquesta investigació no estava vinculada al seu testimoni, sinó al fet que la Fed fixa els tipus d'interès en funció de les condicions econòmiques i no de les preferències del president Trump. No obstant això, el dòlar va recuperar una mica de terreny cap al començament de febrer, després que Trump anunciés la nominació de Kevin Warsh com a candidat per presidir la Fed quan venci el mandat de Powell al maig. Warsh va ser governador de la Fed entre el 2006 i el 2011 i va mantenir un posicionament crític amb la seva expansió del balanç i un biaix restrictiu en els tipus d'interès, malgrat que, en l'últim any, en les seves declaracions, s'ha mostrat alineat amb les tesis de Trump a favor d'abaixar els tipus

Mesures de volatilitat als mercats financers



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

Japó: tipus d'interès sobirans i tipus de canvi



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

Tipus de canvi efectiu nominal



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central Europeu i de la Fed.

d'interès. Els mercats van rebre aquest anunci de manera favorable, amb un enfortiment del dòlar i amb estabilitat en les expectatives de tipus d'interès per al 2026 (dues retallades de 25 p. b.).

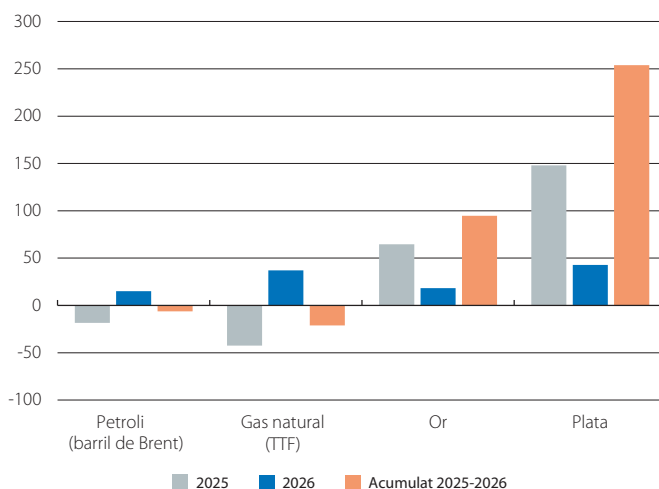
Les primeres matèries capitalitzen la incertesa global. Com és usual, els repunts en les tensions geopolítiques deriven en episodis de volatilitat als mercats de l'energia. En aquest cas, el preu del barril de Brent, que havia iniciat l'any al voltant dels 60 dòlars, condicionat per un entorn de sobreoferta, va repuntar fins als 70 dòlars arran de les tensions a l'Iran i del temor a possibles disruptions de subministrament. Així mateix, la referència de gas europeu va arribar a tocar els 42 €/MWh, amb un impuls addicional davant els temors de subministrament per una tempesta hivernal als EUA. Cap al començament de febrer, els preus del gas i del cru es van moderar arran de les notícies d'una distensió del conflicte dels EUA amb l'Iran. D'altra banda, enmig de l'augment de la incertesa global i de la feblesa del dòlar, els metalls preciosos van capitalitzar la recerca d'actius refugi. En particular, l'or va superar la barrera dels 5.000 \$/unça i va arribar, fins i tot, a vorejar els 5.600 \$/unça, i la plata es va revalorar fins al 42%. En termes acumulats, des de l'inici del 2025, van arribar a assolir guanys de gairebé el 100% i el 300%, respectivament, si bé, al principi de febrer, tots dos metalls van patir una abrupta i forta correcció.

Sense perdre de vista els bancs centrals. L'altra gran novetat en política monetària va ser el canvi de to de la Fed, amb una valoració més positiva de l'entorn macroeconòmic després de la reunió del gener (en què, sense sorpreses, la Fed va mantenir el *fed funds* en el 3,50%-3,75%). Aquest canvi va deixar la sensació que la Fed no té pressa per abaixar els tipus a curt termini i va ajornar l'expectativa de la primera baixada del 2026 cotitzada als mercats de futurs del març al juny. Per la seva banda, el BCE no va sorprendre, ja que va mantenir el tipus *depo* en el 2%, va emfatitzar la necessitat de no sobreaccionar a les petites variacions de les dades i va presentar un mapa de riscos inflacionistes i desinflationistes més equilibrat. L'expectativa dels mercats financers sobre el BCE continua sent d'una política monetària estable al llarg del 2026. En aquest context, les rendibilitats sobiranes de la zona de l'euro es van mantenir relativament planes, amb primes de risc perifèriques estables, llevat de França, on la prima va caure uns 15 p. b., fins al voltant dels 58 p. b., el seu mínim en 18 mesos, reflex d'una bona recepció dels mercats de l'aprovació dels pressupostos per al 2026, que, finalment, va aconseguir el primer ministre Lecornu (aquest pressupost permetria reduir el dèficit el 2026 fins al 5,0% del PIB, des del 5,4% estimat el 2025).

Comportament dispar a les borses globals. Els mercats borsaris van tancar el gener amb resultats generalment positius, tot i que amb episodis de volatilitat vinculats als esdeveniments geopolítics. L'S&P 500 va acabar el gener amb petits guanys, tot i que va començar el febrer amb correccions arrossegades pel sector tecnològic, per l'ajust en les primeres matèries i per l'enfortiment del dòlar. A nivell sectorial, es va observar una clara dispersió al llarg del mes de gener: sectors cíclics com energia, materials i industrials es van beneficiar de les dinàmiques als mercats de primeres matèries, mentre que els sectors financer, tecnològic i de salut van mostrar un pitjor funcionament. Dins el segment tecnològic, l'heterogeneïtat va ser encara més marcada: firmes que no van complir les expectatives de creixement van veure caigudes rellevants, mentre que altres vinculades a segments d'alta demanda d'IA van aconseguir revaloracions destacades. A Europa, els avanços van ser liderats pels mercats perifèrics, amb el PSI-20 i l'IBEX 35 impulsats pel sector financer.

Primeres matèries

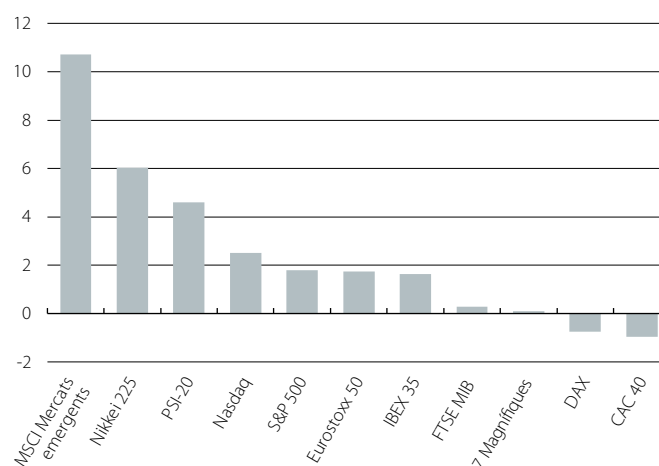
Variació de preu (%)



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

Índexs borsaris globals

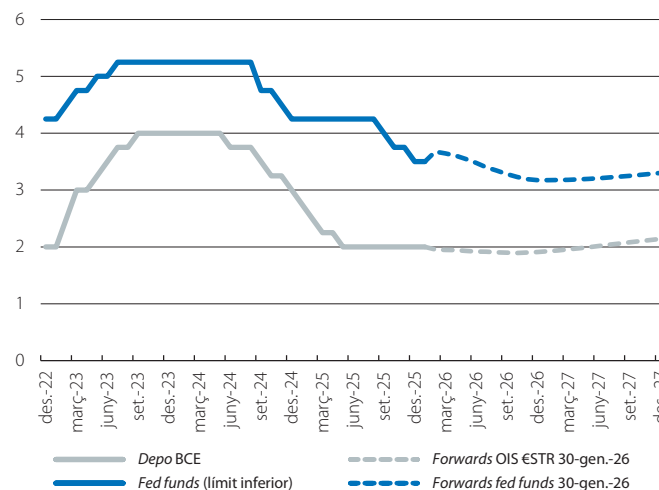
Variació gener 2026 (%)



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

Expectatives de mercats sobre tipus d'interès

(%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE, de la Fed i de Bloomberg.

Innovació, expectatives i vertigen: la concentració per la IA redefineix Wall Street?

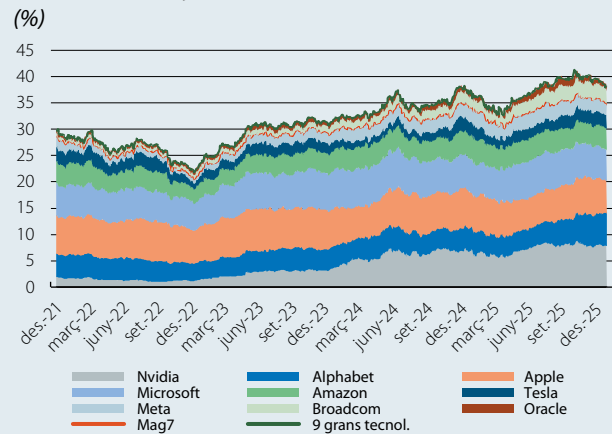
L'optimisme al voltant de la intel·ligència artificial (IA) ha estat un motor fonamental en l'avanç dels índexs borsaris dels EUA en els últims mesos i ha afavorit que l'S&P 500 i el Nasdaq hagin registrat avanços per tercer any consecutiu el 2025. Una part d'aquesta expansió s'explica pel creixement dels guanys de les companyies, tot i que l'S&P 500 s'ha encarat en relació amb aquests guanys. En aquest *rally*, diversos analistes i inversors han vist reminiscències del que va succeir l'any 2000 amb l'auge d'internet, i s'ha obert el debat sobre si som o no en una bombolla. I, malgrat que respondre aquesta pregunta en temps real és com pretendre desfer un nus gordià amb els dits, en aquest article analitzem com es compara l'S&P 500 d'avui amb el de la bombolla puntcom i com de factibles són les expectatives que sostenen l'escenari actual de valoracions borsàries.

El primer efecte clar de la IA a la borsa nord-americana ha estat un augment de la concentració en diferents àmbits: retorns, dimensió de les companyies o beneficis, també en inversió. Així, el 2025 i per tercer any consecutiu, les conegudes com 7 Magnífiques (Mag7, per l'acrònim en anglès: companyies tecnològiques líders en innovació, de gran capitalització borsària i amb models de negoci diversificats i ben protegits de potencials competidors)¹ van tornar a batre les 493 companyies restants de l'índex (el +25%, en relació amb el 14% del 2025, i el +245%, en relació amb el +30% des del final del 2022, respectivament).² Això va incrementar-ne la capitalització relativa en l'S&P 500 des del 20% del final del 2022 fins més del 35% al final del 2025 (i, si considerem les dues següent companyies tecnològiques més grans, el percentatge va pujar a més del 40%). Aquesta concentració contrasta molt amb el 17,5% que representaven les set companyies més grans en l'auge de la bombolla puntcom.³ D'altra banda, en termes de guanys, el benefici per acció de les Mag7 va créixer el 30% en els tres primers trimestres del 2025, en relació amb el 6% de l'S&P 493.

El creixement de les companyies tecnològiques ha tingut un altre efecte indirecte: ha afavorit l'encariment de l'índex. Observem una mesura comuna d'assequibilitat, la ràtio PER (per les sigles en anglès de *Price-to-Earnings Ratio*), que posa en relació la capitalització d'una companyia amb la seva capacitat de generar beneficis. Doncs, bé, la PER de l'S&P 500, mesurada en relació amb els beneficis registrats en els 12 últims mesos, ha oscil·lat entre els 27 i els 28 punts en les últimes setmanes, per damunt de la seva mitjana històrica (20,2 des del 1990) i en el rang alt de la seva distribució històrica (en el 90% de les sessions des del 1990, aquesta ràtio s'ha situat per sota de 27,3).

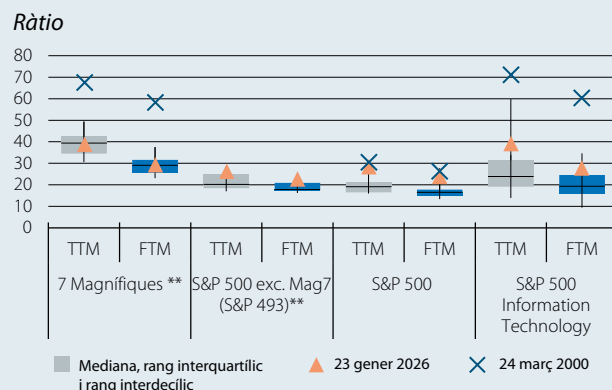
1. Nvidia, Alphabet, Microsoft, Apple, Amazon, Meta i Tesla.
2. Índexs Bloomberg Magnificent 7 Price Return Index i Bloomberg 500 excloent Magnificent 7 Price Return Index.
3. Microsoft, Cisco Systems, Intel, IBM, Oracle, HP i Texas Instruments.

Capitalització de l'S&P 500 que representa cada companyia



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

Distribució històrica de la ràtio PER retrospectiva (TTM) i prospectiva (FTM) * de l'S&P 500 i subíndexs



Notes: * La PER retrospectiva utilitza els beneficis dels 12 últims mesos i la prospectiva, les expectatives de beneficis per als 12 mesos següents. ** Les PER de les 7 Magnífiques i de l'S&P 493 es calculen segons els índexs Bloomberg Magnificent 7 PR i Bloomberg 500 exc. Magnificent 7 PR. Per a la referència de l'any 2000, es prenen les 7 companyies tecnològiques més grans d'aquell moment. La PER FTM de les 7 Magnífiques del 2000 s'ha calculat segons els seus beneficis reals obtinguts un any després, no amb les expectatives. Per a l'S&P 500 i el seu subíndex d'empreses tecnològiques, el gràfic de caixa i bigotis mostra el rang històric disponible (des del 1990 fins a l'actualitat). Per als índexs Bloomberg Magnificent 7 i Bloomberg 500 exc. Magnificent 7, es mostra des del 2015 fins a l'actualitat.

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

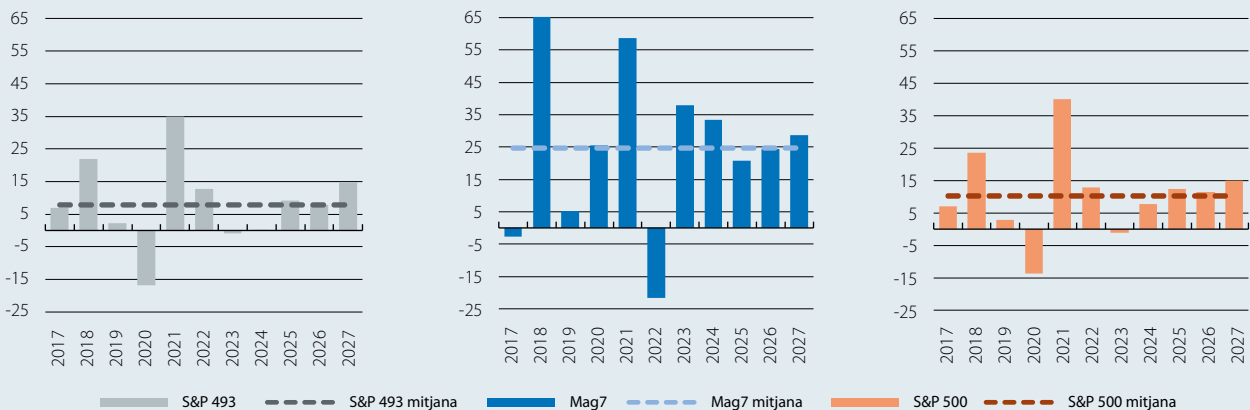
Una part d'aquesta situació s'explica per l'esmentada concentració, ja que les Mag7 i les companyies tecnològiques en general⁴ presenten, en l'actualitat, la ràtio PER més elevada de l'índex, quelcom també habitual històricament,⁵ arran de les elevades expectatives de guanys a llarg termini que solen tenir els inversors per a aquestes companyies.

De fet, en termes històrics, la PER de les companyies tecnològiques no és tan elevada en relació amb els seus beneficis

4. Prenent aquí el subíndex del sector de companyies de tecnologia de la informació de l'S&P 500.
5. Exclòs el sector immobiliari, que, no obstant això, té un pes relatiu molt inferior (unes 16 vegades menor) al tecnològic.

Creixement interanual registrat i esperat dels beneficis a cada índex

(%)



Nota: Índexs Mag7: Bloomberg Magnificent 7 PR i S&P 493: Bloomberg 500 exc. Magnificent 7 PR.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

recents ni en relació amb els esperats. Així, si comparem els nivells actuals de la PER amb els del zenit de la bombolla puntcom, la PER de les Mag7 s'apropa ara als 40 punts, mesurada sobre la base dels beneficis dels 12 últims mesos, i al voltant dels 30, mesurada amb les expectatives de beneficis en els 12 propers, nivells considerablement més reduïts que els de les set companyies tecnològiques de major capitalització de llavors, que se situaven en 69 i en 59, respectivament.⁶

L'encariment de l'S&P 500, però, no s'explica només per la concentració a les Mag7 i a la resta de tecnològiques. L'optimisme de la IA també ha afavorit la revaloració de companyies industrials (en particular, de les exposades a la construcció de centres de dades, així com les més vinculades a la defensa i al sector aeroespacial). Les companyies financeres, segon sector amb més pes en l'índex, i amb una PER històricament baixa, també se situen a un nivell en el rang alt de la seva distribució històrica (per damunt de 18 la PER mesurada en relació amb els beneficis registrats en els 12 últims mesos, prop del percentil 90 de la seva distribució històrica).

Finalment, és ressenyable que la PER de l'S&P 500 també és elevada si ajustem pel cicle (prenent el seu preu en relació amb els beneficis reals, descomptats de la inflació, dels 10 últims anys). Segons aquesta PER a llarg termini (o CAPE, per les sigles en anglès), l'índex encara no està tan tensionat com en la bombolla puntcom (39,9 punts estimats al desembre del 2025, en relació amb el màxim de 44,2 assolit al desembre del 1999), tot i que ja ha assolit nivells històricament elevats.

Tradicionalment, una CAPE elevada suggereix reversions a la mitjana en preus, encara que no diu res sobre el moment en què això podria succeir. Així i tot, els dos factors més crítics per a la sostenibilitat de l'escenari són les expectatives

de creixement dels beneficis i dels tipus d'interès, que afecten el valor actual net (és a dir, el descompte cap a avui) dels beneficis que s'esperen en un futur.

Les expectatives de creixement dels beneficis dels analistes són ambicioses, però, si més no en un horitzó a curt termini, no estan desalineades amb la mitjana històrica, tant per a les Mag7 com per a la resta de companyies. Per a les Mag7, s'espera un creixement del benefici per acció (BPA) del 24,4% en els 12 propers mesos, en relació amb una mitjana de creixement del benefici net agregat de les set companyies del 24,7% des del 2017.⁷ Per a la resta de l'índex, s'espera un creixement del 8% del BPA, en relació amb el 7,8% registrat, de mitjana, des del 2017. Per al conjunt de l'S&P 500, les expectatives són que el BPA creixi l'11,7%, en relació amb el 10,2% registrat, de mitjana, des del 2017.

D'altra banda, qualsevol eventual tensionament en els tipus d'interès als EUA disminuiria el valor actual d'aquests beneficis esperats, no solament per un factor de descompte, sinó també per uns majors costos de finançament. En aquest sentit, hi ha una relació sistemàticament negativa entre els tipus d'interès i les ràtios de valoració.⁸ Malgrat que els tipus d'interès són històricament elevats, diversos riscos (tensionaments geopolítics, comercials o fiscals) no permeten descartar nous repunts.

En definitiva, la IA ha catalitzat la concentració en l'S&P 500 i, de retruc, ha tensionat l'índex en relació amb els beneficis de les seves companyies. Malgrat que, per a les companyies tecnològiques, els indicadors d'assequibilitat encara no estan tan tensionats com en la bombolla puntcom, descansen sobre expectatives de creixement exigents i sobre assumpcions macroeconòmiques sempre delicades en el context actual, com que els tipus d'interès no es tensionaran encara més.

David del Val Gómez

6. En el cas de la PER prospectiva per a les 7 Magnífiques de l'any 2000, no es prenen les expectatives de mercat, sinó els beneficis que, efectivament, van registrar en els 12 mesos següents. La caiguda de beneficis de l'agregat d'aquestes companyies va fer que arribessin a registrar una PER de 76 en el 3T del 2000.

7. Es té en compte el benefici net per evitar efectes de recompra d'accions.
 8. Des del 2019, un augment interanual de 25 p. b. en el tipus d'interès real a 10 anys (bo nord-americà indexat a la inflació) està associat a una contracció de la PER prospectiva de l'S&P 500 al voltant del 3%.

Primes de risc i macroeconomia: una relació robusta i transversal

Les primes de risc van definir una època econòmica i política de la zona de l'euro.¹ Tensionades fins a nivells extrems entre el 2011 i el 2013, es van erigir com a indicador del risc de ruptura de la unió monetària i van donar lloc a efemèrides com el *whatever it takes* de Mario Draghi.² En els últims anys, l'escenari econòmic i polític tampoc ha estat fàcil per a la zona de l'euro, i, malgrat tot, les primes de risc van ser capaces de tancar el 2025 en mínims de més de 15 anys: Portugal, Espanya i Itàlia, que, el 2012, quan el tipus alemany rondava l'1,5%, van arribar a veure les seves primes en més de 1.500 p. b., 600 p. b. i 500 p. b., respectivament, van acabar el 2025 en 30 p. b., 43 p. b. i 70 p. b.

En l'última dècada, les primes de risc han trobat un punt mitjà entre la bonança dels 2000 (quan els bons sobirans cotitzaven al mercat gairebé sense distinció de país) i l'estrès de la crisi del deute sobirà del 2010-2012. En aquest punt mitjà, els inversors discriminen en funció de la salut macroeconòmica i financera de cada país sense qüestionar la supervivència de l'euro. Així, la distensió de les primes de risc portuguesa i espanyola és el resultat d'una millora evident del seu funcionament macroeconòmic en relació amb Alemanya, d'un clar compromís amb la sostenibilitat fiscal i de la recuperació de les notes creditícies per part de les agències de ràting (vegeu la taula). En canvi, França, amb un funcionament econòmic lènguid i amb un deteriorament dels comptes públics i de la nota creditícia, ha patit un reajustament a l'alça de la prima de risc (ha passat d'uns 30 p. b. en la prepanedèmia a prop dels 70 p. b. al final del 2025).

La relació entre fonaments macroeconòmics i primes de risc es pot constatar de manera formal. Els tipus d'interès del deute públic depenen de fonaments com l'endeutament i el creixement econòmic (que determinen la capacitat de pagament d'un estat), de la política monetària del BCE i de factors globals, com els tipus d'interès d'altres economies (que ofereixen una oportunitat d'inversió alternativa) i l'apetència pel risc dels inversors. Aprofitant la relació històrica entre tots aquests ingredients i els

Fonaments macroeconòmics per a les primes de risc i els tipus sobirans

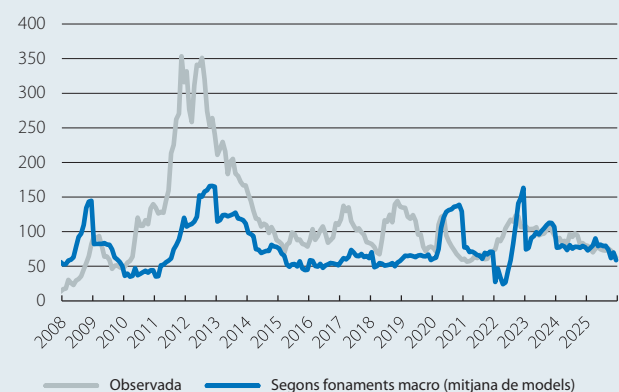
	Previsió PIB		Previsió inflació		Deute públic		Ràting	
	2014	des. 2025	2014	des. 2025	2014	des. 2025	2014	des. 2025
França	1,1	1,0	1,1	1,3	96	116	AA	A+
Itàlia	0,9	0,7	0,9	1,4	135	136	BBB	BBB
Espanya	1,6	2,2	0,9	2,1	104	100	BBB	A
Portugal	1,3	2,1	0,7	2,0	133	91	BB	A
Alemanya	1,8	1,0	1,7	2,0	74,5	63	AAA	AAA

Nota: Previsions de PIB i d'inflació a un any vista segons el Consensus Forecasts o el consens de Bloomberg; deute públic com a % del PIB (previsió de la Comissió Europea per al desembre del 2025); ràting compost de Bloomberg (nota creditícia mitjana de Fitch, Moody's i S&P).

Fon: CaixaBank Research, a partir de dades de Consensus Forecasts, d'Eurostat i de Bloomberg.

Prima de risc sobirana: mitjana de França, Itàlia, Espanya i Portugal

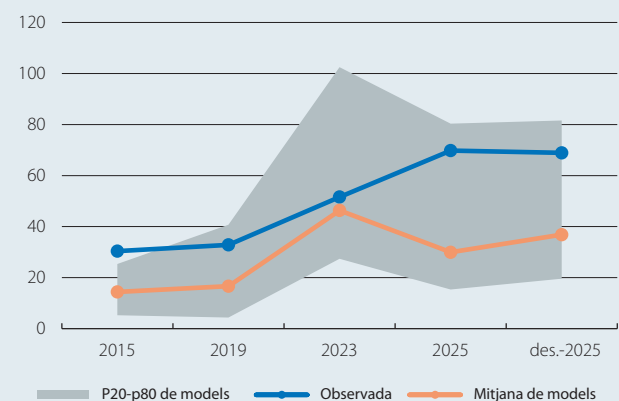
(p. b.)



Fon: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i d'estimacions pròpies.

França: prima de risc

(p. b.)



Nota: P20-p80 indica el rang entre els percentils 20 i 80.

Fon: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i d'estimacions pròpies.

1. En aquest article, la prima de risc fa referència al diferencial entre el tipus d'interès sobirà a 10 anys d'un país de la zona de l'euro i el seu homòleg alemany.

2. El 26 de juliol del 2012, el president del BCE Mario Draghi va declarar que faria «el que fes falta» (en anglès, *whatever it takes*) per preservar l'euro. Les seves paraules es van convertir en un símbol de la supervivència de la zona de l'euro. Vegeu «[Mario Draghi i el seu "parole, parole"](#)», a l'IM01/2018.

tipus d'interès, podem quantificar una prima de risc sobirana coherent amb els fonaments macroeconòmics.^{3,4}

Com ho mostra el primer gràfic, els fonaments macro han estat un bon indicador de les primes de risc sobiranes observades al mercat en els últims anys. De fet, la moderació sostinguda de les principals primes de risc de la zona de l'euro és clarament coherent amb les previsions dels fonaments. No obstant això, la visió és una mica diferent si analitzem país per país.

A diferència de les economies perifèriques tradicionals, en els últims anys, França ha patit una prima de risc persistentment més alta. Aquest reajustament del mercat no solament és degut a un cert canvi de visió dels inversors,⁵ sinó que recull una modificació dels fonaments macroeconòmics: en els últims anys, França ha patit un deteriorament clar dels comptes públics (el deute s'estima gairebé en el 120% el 2025, amb un dèficit públic previst del 5,4% i amb aparença de continuar elevat) mentre perdia dinamisme econòmic i veia rebaixes de la nota creditícia per part de les tres grans agències de ràting.

Itàlia, llastada de partida per uns pitjors nivells de deute públic i de nota creditícia, ha aconseguit canalitzar la situació el 2025 i ha assolit la prima de risc més baixa des del 2008. En aquest sentit, destaca, en especial, la notable correcció del dèficit públic (del 7,2% del 2023 al 3,0% previst el 2025) i una resiliència que li va permetre obtenir, el 2025, un augment del ràting sobirà d'un graó per part de les tres grans agències.

A l'altre extrem, Espanya i Portugal dibuixen una millora molt més sostinguda de les primes de risc. Aquesta millora és molt visible en les primes cotitzades als mercats financers (mínims del 2008 en els dos casos) i està clarament reflectida en l'evolució predita pels fonaments: les dues economies són al capdavant del creixement econòmic de la zona de l'euro el 2025, han reduït el deute públic de manera continuada i, en l'últim any, han vist millores generalitzades del ràting sobirà.

En conjunt, l'exercici suggereix que l'evolució dels fonaments macroeconòmics pot explicar el comportament de les primes de risc sobiranes dels últims anys, des de la millora de la perifèria tradicional al deteriorament de França. No

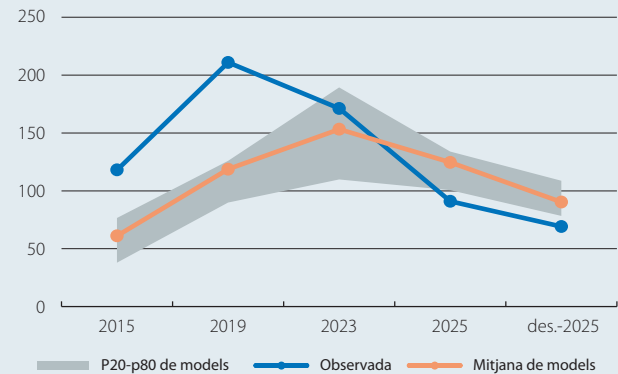
3. Presentem un model de tipus d'interès macro a «La fragilitat macroeconòmica dels tipus d'interès», a l'IM10/2020. Partint d'aquest exercici, ara estem fent una regressió de panell per a les primes de risc d'Àustria, de Bèlgica, de França, d'Itàlia, d'Irlanda, d'Espanya, dels Països Baixos i de Portugal amb dades entre el gener del 2000 i el desembre de 2025 i amb les següents variables explicatives: les expectatives de l'euríbor a 3 mesos, del creixement real del PIB i de la inflació, la ràtio de deute públic sobre el PIB, un indicador de volatilitat borsària, els actius de deute públic adquirits per l'Eurosistema, el ràting sobirà, i un indicador de tensions a la zona de l'euro (variable binària que és igual a 1 si una prima de risc sobirana es tensiona de forma marcada).

4. A més de l'estimació base, reflectim la incertesa que envolta aquests exercicis realitzant 20 estimacions alternatives, en què exclouem individualment el PIB, la inflació, l'euríbor a 3 mesos, el deute públic, els actius del BCE i el ràting, i, en cada cas, amb tres mostres temporals (fins a l'any 2019, fins al 2022 i fins al 2025).

5. Entre el 2023 i el 2025, la prima ha passat d'estar al centre de l'interval predit pels fonaments a situar-se en la banda alta.

Itàlia: prima de risc

(p. b.)

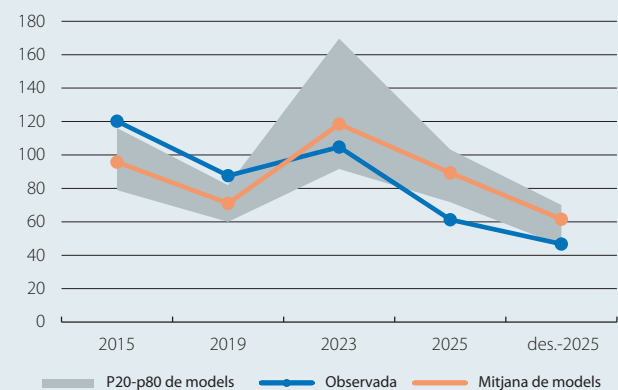


Nota: P20-p80 indica el rang entre els percentils 20 i 80.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i d'estimacions pròpies.

Espanya: prima de risc

(p. b.)

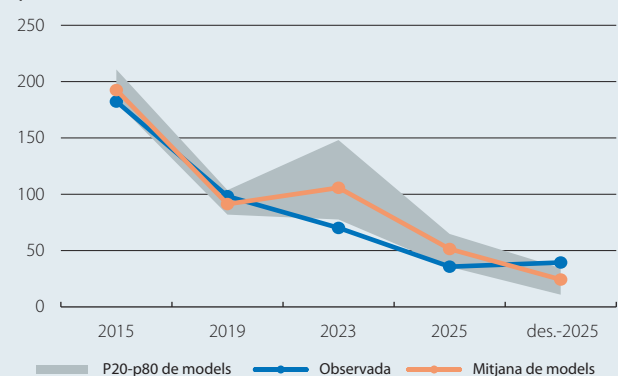


Nota: P20-p80 indica el rang entre els percentils 20 i 80.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i d'estimacions pròpies.

Portugal: prima de risc

(p. b.)



Nota: P20-p80 indica el rang entre els percentils 20 i 80.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i d'estimacions pròpies.

obstant això, l'exercici també mostra que hi ha un ventall de primes de risc coherents amb uns mateixos fonaments macroeconòmics.⁶ Per mantenir els mercats ancorats en la banda més favorable d'aquest ventall, serà important reforçar la salut dels fonaments, sobretot si tenim en compte l'exigència de l'entorn global.

6. Vegeu la nota al peu 4.

Tipus d'interès (%)

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0,0	-75,0
Euríbor 3 mesos	2,03	2,03	1	0,5	-57,5
Euríbor 12 mesos	2,23	2,24	-2	-1,7	-30,5
Deute públic a 1 any (Alemanya)	1,97	2,01	-4	-4,2	-23,7
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,09	2,12	-3	-3,3	-11,9
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,84	2,86	-1	-1,2	32,4
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,21	3,29	-8	-7,6	9,2
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,20	3,15	5	5,1	28,2
EUA					
Fed funds (límit inferior)	3,50	3,50	0	0,0	-75,0
SOFR 3 mesos	3,66	3,65	1	0,9	-63,1
Deute públic a 1 any	3,46	3,47	-1	-0,9	-69,5
Deute públic a 2 anys	3,52	3,47	5	4,9	-68,5
Deute públic a 10 anys	4,24	4,17	7	6,9	-28,1

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	51	51	1	0,8	-1,8
Itraxx Financer Sènior	54	54	-1	-0,6	-5,8
Itraxx Financer Subordinat	91	93	-2	-1,7	-13,8

Tipus de canvi

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,185	1,175	0,9	0,9	14,1
EUR/JPY (iens per euro)	183,430	184,010	-0,3	-0,3	14,4
EUR/GBP (lliures per euro)	0,866	0,872	-0,6	-0,6	3,5
USD/JPY (iens per dòlar)	154,780	156,710	-1,2	-1,2	0,3

Primeres matèries

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
Índex Bloomberg de primeres matèries	120,7	109,7	10,0	10,0	17,5
Brent (\$/barril)	70,7	60,9	16,2	16,2	-8,0
Or (\$/unça)	4.894,2	4.319,4	13,3	13,3	75,1

Renda variable

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	6.939,0	6.845,5	1,4	1,4	14,3
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	5.947,8	5.791,4	2,7	2,7	12,6
Ibex 35 (Espanya)	17.880,9	17.307,8	3,3	3,3	44,0
PSI 20 (Portugal)	8.662,2	8.263,7	4,8	4,8	32,6
Nikkei 225 (Japó)	53.322,9	50.339,5	5,9	5,9	34,9
MSCI emergents	1.528,1	1.404,4	8,8	8,8	39,5

Estabilitat global: miratge superficial o solidesa estructural?

Estabilitat de l'economia global, davant un mosaic de riscos. L'última actualització de les perspectives econòmiques globals de l'FMI remarca unes expectatives de creixement estables per a l'economia global (PIB del +3,3% el 2026 i del 3,2% el 2027). El dinamisme tecnològic, en especial la inversió vinculada a la IA, continua sostenint l'activitat, sobretot als EUA, i compensant els efectes adversos de les tensions comercials persistents i d'una elevada incertesa geopolítica. En aquest entorn, l'FMI espera una desaceleració gradual del comerç internacional (el +2,6% el 2026 vs. el 4,1% del 2025), i l'activitat econòmica mostra dinàmiques desiguals. Mentre preveu que els EUA continuïn creixent per damunt del 2,0%, gràcies a la inversió tecnològica i als estímuls fiscals, les previsions per a Europa es veuen condicionades per obstacles estructurals i per una certa consolidació fiscal (amb la notable excepció del desplegament del pla fiscal alemany). Entre les economies emergents, l'Índia destaca per un creixement particularment dinàmic i equilibrat, i, a la Xina, el creixement ha aconseguit aguantar un any difícil, però s'enfronta a importants desafiaments estructurals. Això sí, la inflació haurà de seguir la seva trajectòria descendent, tant a les economies avançades com a les emergents. Així mateix, el Fons adverteix de riscos a la baixa en les seves previsions, com un possible ajust en les valoracions de les empreses associades a la IA, noves escalades de tensions geopolítiques o disputes comercials que afectin les cadenes globals de subministrament. Entre els riscos alcistes, destaquen un impuls de la IA sobre la productivitat més ràpid del que es preveu i la consolidació d'acords comercials i de reformes estructurals que reduïxin les barreres i augmentin la inversió.

Un final del 2025 millor del que s'esperava. En el 4T 2025, el PIB de la zona de l'euro va registrar un creixement del 0,3% intertrimestral, la qual cosa situa l'avanç per al conjunt de l'any en l'1,5% (vs. el 0,9% del 2024). El dinamisme de l'activitat és particularment notable en un any marcat per una incertesa elevada i per l'eclosió de tensions comercials amb els EUA, i destaca una acceleració transversal al final de l'any. Alemanya va accelerar fins al 0,3% en el 4T, després d'haver-se estancat en el trimestre previ, la qual cosa du el seu creixement mitjà el 2025 al 0,3%, després de dos anys de caiguda. Itàlia també va avançar el 0,3% en el 4T (vs. el 0,1% anterior), la qual cosa va situar el creixement mitjà del 2025 en el 0,7%. En sentit contrari, França va frenar l'avanç fins al 0,2% en el 4T (vs. el 0,5% anterior) i va dur el creixement del 2025 al 0,9%. Les perspectives per al 2026 apunten al fet que la zona de l'euro continuarà registrant ritmes de creixement pròxims als actuals, en un context en què l'impacte positiu de la política fiscal expansiva que desplegarà Alemanya es veurà contrarestat pels avanços en el procés de consolidació fiscal a França i a Itàlia. D'altra banda, als EUA, la publicació de la dada del 4T s'ha retardat (al 20 de febrer) per les dificultats de recopilació de dades arran del tancament del Govern federal a l'octubre, però els principals *nowcasts* apunten a un trimestre dinàmic, i l'economia nord-americana podria, fins i tot, superar un creixement del 2,0% el 2025.

L'activitat mundial entra en el 2026 amb bon peu. A la zona de l'euro, l'índex de confiança dels consumidors va augmentar fins als -12,4 punts al gener, el millor registre en 11 mesos, mentre que el PMI compost va recular lleugerament fins als 51,3 punts, amb una

Global: previsions de creixement del PIB Variació anual (%)

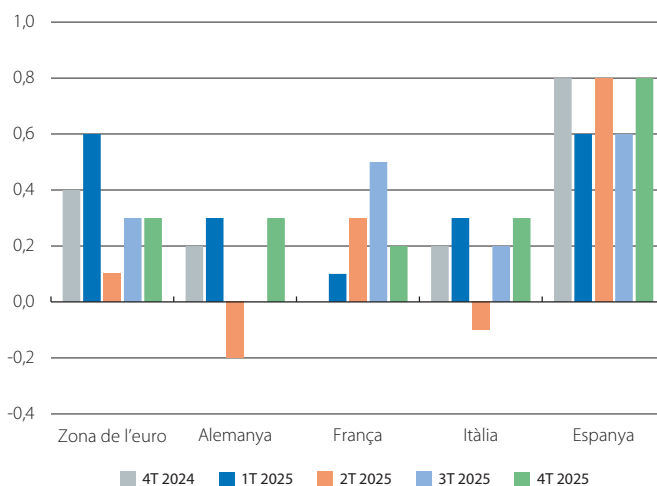
	Projeccions WEO del gener				Diferència en relació amb el WEO de l'octubre del 2025 (p. p.)	
	2024	2025	2026	2027	2026	2027
Economia mundial	3,3	3,3	3,3	3,2	0,2	0,0
Economies avançades	1,8	1,7	1,8	1,7	0,2	0,0
EUA	2,8	2,1	2,4	2,0	0,3	-0,1
Zona de l'euro	0,9	1,5	1,3	1,4	0,1	0,0
Alemanya	-0,5	0,3	1,1	1,5	0,2	0,0
França	1,1	0,9	1,0	1,2	0,1	0,0
Itàlia	0,7	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,1
Espanya	3,5	2,8	2,3	1,9	0,3	0,2
Economies emergents i en desenvolupament	4,3	4,4	4,2	4,1	0,2	-0,1
Xina	5,0	5,0	4,5	4,0	0,3	-0,2
Índia	6,5	7,3	6,4	6,4	0,2	0,0

Notes: Per als països de la zona de l'euro i per a la Xina, es reporten les estimacions oficials del PIB per al 2025. Per a l'Índia, dades i projeccions en termes d'any fiscal.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (World Economic Outlook, gener del 2026), d'Eurostat i de l'Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina.

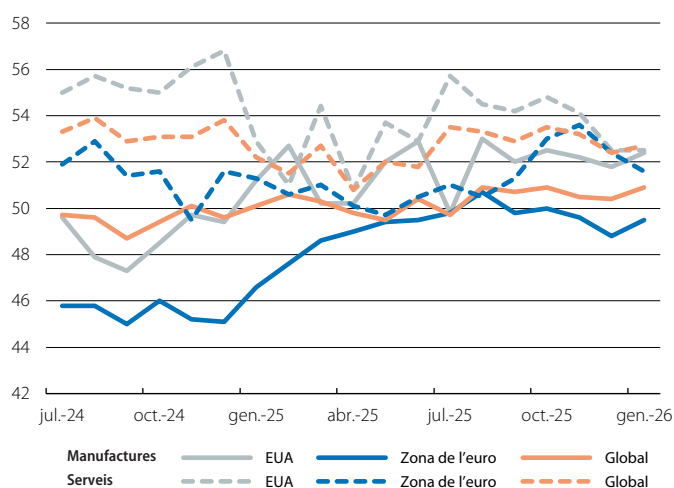
Zona de l'euro: PIB

Variació interanual (%)



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

Global: PMI Índex



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de JP Morgan i S&P Global PMI.

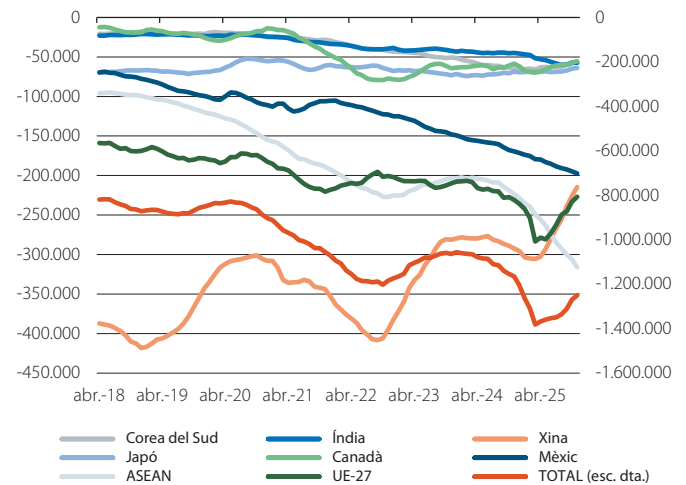
millora de les manufactures (fins als 49,5 punts vs. els 48,8 anteriors) i amb una pèrdua d'embranchada dels serveis (51,6 punts vs. els 52,4 anteriors). Per països, va destacar el rebot d'Alemanya, on el PMI va pujar fins als 52,1 punts, amb millores tant pel costat dels serveis com pel costat de les manufactures. Als EUA, els PMI mostren també una economia en expansió, amb l'indicador de serveis estable en els 52,5 punts i el de manufactures, en els 52,4 (vs. els 51,8 anteriors). D'altra banda, la confiança del consumidor del Conference Board va caure amb força fins als 84,5 punts, el nivell més baix des del 2014, afectada per una percepció de feblesa del mercat laboral nord-americà i per un major focus en els riscos comercials, geopolítics i polítics interns, i reforça la desconexió observada al llarg dels últims mesos entre la confiança empresarial i la confiança del consumidor.

La UE continua caminant sobre gel. Després de l'escalada de les tensions geopolítiques amb els EUA en la crisi de Groenlàndia a l'inici de l'any, en què la UE va valorar fins i tot l'activació (per primera vegada) del seu instrument anticoerció, la confrontació va aflluïxar després d'una reunió entre Trump i el secretari general de l'OTAN sobre la seguretat a la regió de l'Àrtic durant el Fòrum Econòmic Mundial. Malgrat l'aparent distensió en les relacions transatlàntiques, l'episodi remarca que el bloc europeu continua navegant en un entorn geoeconòmic particularment difícil. En aquest context, la UE i l'Índia han aconseguit un acord de lliure comerç per reduir de manera significativa les barreres aranzelàries del 90% de les exportacions de la UE i que, segons la Comissió Europea, podria duplicar les exportacions europees de béns a l'Índia, tot i que partint d'un nivell reduït (menys del 2% del total). D'altra banda, la remissió del tractat de Mercosur pel Parlament Europeu al Tribunal de Justícia il·lustra les dificultats per impulsar l'estratègia de diversificació comercial de la UE. Així mateix, després de la cimera recent sobre els minerals crítics, convocada pel secretari d'Estat nord-americà Marco Rubio, amb la participació de més de 30 països (inclosos el G7, la UE, l'Índia, Corea del Sud, Mèxic i Austràlia, entre d'altres), que busquen la formació d'una aliança per reforçar les cadenes globals de valor, es van discutir noves iniciatives al sector, i els EUA van revelar la creació d'un fons publico-privat per gestionar les reserves estratègiques (anomenat Project Vault).

La Xina compleix els objectius el 2025, però s'anticipa un Any del Cavall amb obstacles. El PIB de la Xina va avançar l'1,2% intertrimestral en el 4T 2025 (l'1,1% en el 3T), la qual cosa va situar el creixement del conjunt de l'any en el 5,0%, en línia amb l'objectiu de les autoritats. No obstant això, els indicadors d'activitat mensuals van mostrar, al llarg del 4T, una desacceleració del consum i de la inversió. En concret, la inversió en àrees urbanes ha registrat una contracció del 3,8% en el conjunt de l'any, el nivell més baix de la sèrie històrica. En aquest context, els PMI del gener assenyalen un nou alentiment a l'inici del 2026. El PMI compost oficial va baixar als 49,8 punts (50,7 al desembre), amb caigudes en els tres subíndexs, de manufactures, de serveis i de construcció. Mentrestant, el PMI manufacturer RatingDog va pujar lleugerament (dels 50,1 als 50,3 punts) i el de serveis, dels 52,0 als 52,3. Aquestes dades subratllen el moment de feblesa de la demanda interna i reforcen la probabilitat que, al llarg del trimestre, s'anunciïn nous estímuls a l'economia. Així mateix, les autoritats xineses van anunciar el final de les Tres Línies Vermelles, política que, el 2020, va imposar límits estrictes a l'endeutament i va desencadenar un ajust prolongat al sector immobiliari. Malgrat l'al·leujament regulador, persisteixen alguns problemes de solvència i de sobrecapacitat al sector difícils de solucionar per aconseguir una recuperació sostinguda de l'activitat.

EUA: balança comercial de béns

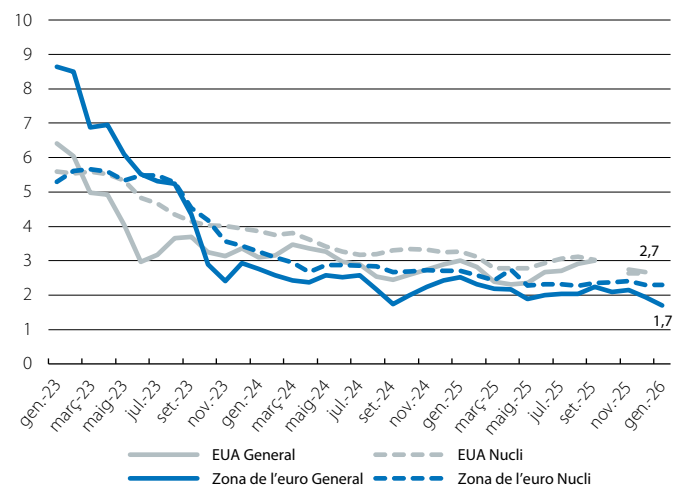
Milions de dòlars (acumulat de 12 mesos)



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

Inflació general i nucli

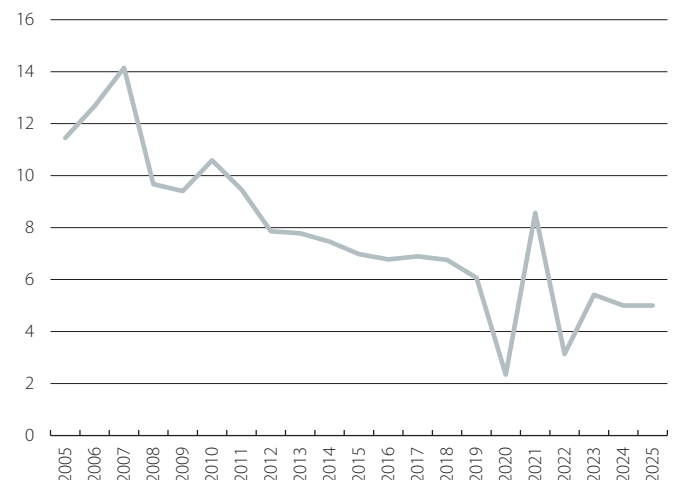
Variació interanual (%)



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

Xina: PIB

Variació anual (%)



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

Hores treballades i productivitat: Espanya és un cas atípic a la UE?

El debat sobre la jornada laboral ha adquirit una notable intensitat a Espanya arran, d'una banda, de les propostes per reduir-la i, de l'altra, de l'augment d'hores no treballades per incapacitat temporal. Al marge de l'impacte sobre els costos empresarials i sobre el mercat laboral, tenen un interès especial les implicacions per a la productivitat laboral, que ofereix, en el cas d'Espanya, lectures molt divergents des de la pandèmia en funció de si la mesurem per hora treballada o per empleat. Busquem aquí situar aquests debats en el context europeu i tracem similituds i diferències amb altres països del nostre entorn.

Una tendència secular decreixent, però amb matisos

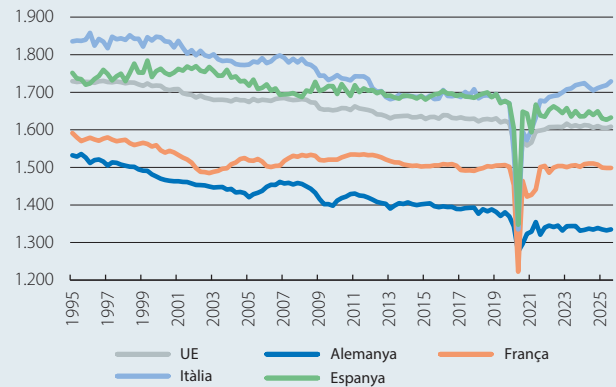
El nombre d'hores treballades per empleat ha reculat a la UE el 7% durant les tres últimes dècades: han passat d'unes 1.730 hores anuals el 1995 a una xifra lleugerament superior a les 1.600 hores en l'actualitat (vegeu el primer gràfic). Rere aquesta tendència compartida (també per altres economies desenvolupades), hi ha algunes diferències destacades.

En primer lloc, tot i que el canvi a França, a Itàlia i a Espanya és molt similar a l'observat per a l'agregat, el descens ha estat sensiblement superior a Alemanya (gairebé 200 hores menys, el 13% en relació amb el nivell inicial), la qual cosa ha consolidat la seva posició com el país, entre els quatre grans, amb el menor nombre d'hores treballades. En segon lloc, la major part de la caiguda en hores treballades es va produir entre el 1995 i el 2005, particularment a França, arran de la reforma del començament de segle, que va reduir la jornada setmanal de 40 a 35 hores. Per la seva banda, Espanya i Itàlia mostren un comportament excepcional i oposat, amb una acceleració progressiva en la caiguda de les hores treballades en el primer cas i amb una reversió en els últims anys de la tendència prèvia en el segon.¹

En tercer lloc, rere de la reducció secular de la jornada laboral, es poden identificar factors comuns, com l'increment de l'ocupació a temps parcial (voluntària o involuntària), un major pes de l'ocupació femenina, al sector serveis i amb una edat més avançada –grups que presenten, de mitjana, una jornada laboral inferior– i una major preferència pel temps lliure (reflectida, per exemple, en un descens continuat de les hores extraordinàries).² Hi ha, però, altres elements que han emergit en el període postpandèmia,³ com el major (menor) dinamisme d'algunes activitats econòmiques amb un nombre d'hores per sota (per damunt) de la mitjana, com

Hores treballades anuals per empleat: total per país de la UE (1995-2025)

Nombre



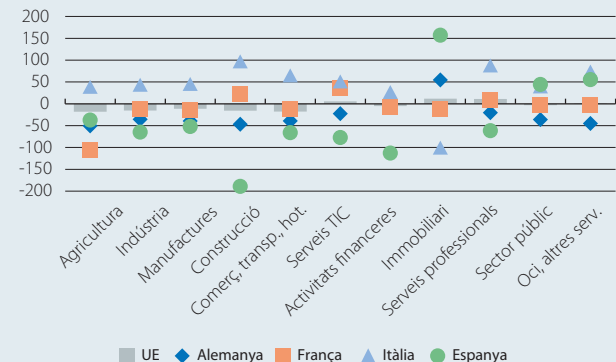
Nota: Dades trimestrals anualitzades ajustades per estacionalitat i per calendari.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Hores treballades anuals per empleat: per sector i per país de la UE

Nivell en el 3T 2025



Variació 4T 2019 - 3T 2025



Notes: Dades trimestrals anualitzades ajustades per estacionalitat i per calendari. Seccions CNAE individuals o agrupades. «Indústria» inclou mineria, manufactures i utilitats.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Eurostat.

l'Administració pública (indústria),⁴ l'escassetat de mà d'obra en alguns sectors –que, després del xoc de la guerra a Ucraïna, hauria afavorit la retenció de treballadors amb un ús menys intensiu– o l'increment de les baixes temporals per malaltia.⁵

1. Per a l'augment generalitzat en l'ús intensiu del treball a Itàlia, es pot consultar el capítol 4 sobre mercat laboral a Ufficio Parlamentare di Bilancio (2025), «Rapporto sulla politica di bilancio 2025».

2. Banc d'Espanya (2023), «An analysis of hours worked per worker in Spain: trends and recent developments», i BCE (2025), «Who wants to work more? Revisiting the decline in average hours worked».

3. BCE (2023), «More jobs but fewer working hours».

4. Per a les diferències sectorials en el nombre d'hores treballades, vegeu el segon gràfic i, per a una anàlisi sobre les dinàmiques sectorials recents, el Focus «Caracterització del cicle econòmic a la UE: ni transversal, ni robust», a l'IM01/2026.

5. Per a aquest últim factor en el cas d'Espanya, vegeu el Focus «La disparitat entre els ocupats i les hores treballades a Espanya», a l'IM07/2024.

I, en quart lloc, en el període postpandèmia, veiem que els canvis per als diferents sectors en el nombre d'hores treballades són, en general, similars i moderats al conjunt de la UE (vegeu el segon gràfic). França comparteix el mateix diagnòstic, mentre que les reculades a Alemanya i els avanços a Itàlia són igualment transversals, malgrat que una mica més intensos. La dispersió és, però, força marcada a Espanya, on veiem una caiguda notable a la construcció (l'11% menys d'hores treballades en el 3T 2025, en relació amb el 4T 2019) i a les activitats financeres (descens del 7%), en relació amb els augments a les activitats immobiliàries, al sector públic i als serveis d'oci i entreteniment.⁶

La complexa relació entre hores treballades i productivitat

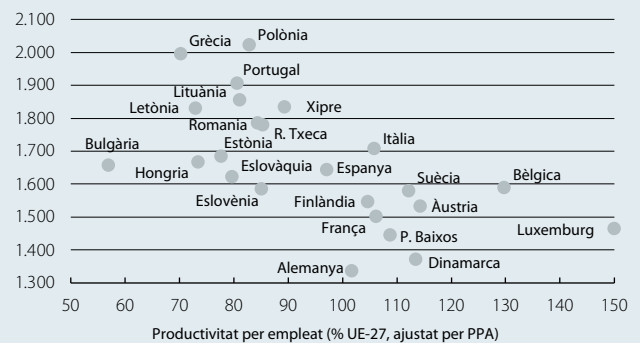
La literatura acadèmica recull una relació bidireccional però no concloent entre la productivitat i la jornada laboral.⁷ D'una banda, els guanys d'eficiència poden generar un efecte renda positiu si estan associats a uns salaris més alts, la qual cosa acaba reduint el nombre d'hores ofertes per un treballador, però també poden comportar una major substitució d'oci a favor del treball si el primer s'encareix en termes relatius. I, de l'altra, en sentit contrari, es pot produir un efecte fatiga sobre la productivitat, derivat d'un major nombre d'hores treballades (rendiments decreixents), que pot coexistir amb l'efecte d'un cost fix d'entrada o d'aprenentatge acumulatiu que augmenti la productivitat en paral·lel a la jornada laboral. La prevalença d'uns canals sobre uns altres serà determinant per avaluar l'impacte de determinats esdeveniments o de determinades polítiques econòmiques.

En el cas de la UE, una mirada a llarg termini mostra una relació negativa entre el desenvolupament econòmic i el nombre d'hores treballades per empleat (predomini positiu de l'efecte renda). Així, a l'Europa de l'Est, on la jornada laboral ha caigut amb força en les últimes dècades, en paral·lel al procés de convergència econòmica amb els membres fundacionals, la persistència d'una bretxa de productivitat elevada⁸ coexisteix amb registres encara notablement per damunt de la mitjana (vegeu el tercer gràfic). Més recentment, per al conjunt de la UE, la continuïtat en el període postpandèmia de la reducció d'hores treballades per ocupat ha estat compatible amb augments de la productivitat per hora i per empleat, afavorits per un efecte composició positiu cap a activitats més productives. Tanmateix, això no ha estat així per a les quatre grans economies europees (vegeu el quart gràfic). En particular, en els casos d'Alemanya i d'Espanya, s'observa un fort contrast entre la caiguda en la jornada laboral i l'augment de la productivitat per hora treballada, la qual cosa ha resultat en un PIB per empleat gairebé estancat en els cinc últims anys.

En síntesi, la disminució de les hores treballades a la UE és una tendència secular que, probablement, continuarà en les

Productivitat per empleat i per hores treballades per any (2023)

Nombre d'hores treballades per empleat i per any

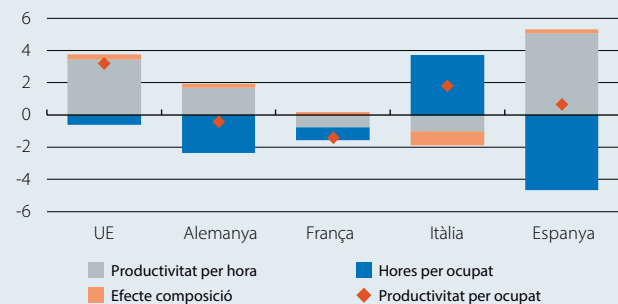


Notes: Productivitat nominal ajustada per paritat de poder adquisitiu (PPA). Dades no disponibles per a Croàcia, França i Malta. Irlanda queda exclòs del gràfic amb valors del 200% de productivitat per empleat i de 1.654 hores treballades per any.

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

Productivitat per empleat als països de la UE: variació 4T 2019-3T 2025

(% i contribucions en p. p.)



Notes: Inclou les seccions B a N de la CNAE, llevat de les activitats immobiliàries (secció L). Dades ajustades per estacionalitat i per calendari. L'efecte composició inclou el canvi en els pesos de les hores treballades en sectors de major o menor productivitat per hora i el canvi en els pesos de l'ocupació en sectors de major o menor nombre d'hores per empleat.

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

pròximes dècades, afavorida per l'envelliment de la població.⁹ No obstant això, la seva intensitat no està escrita en pedra i dependrà d'un seguit de factors, entre els quals destaquen l'evolució de la productivitat, els canvis reguladors en la jornada laboral, les condicions generals de salut dels treballadors més grans i els incentius i les polítiques per incrementar la participació laboral o el treball a temps parcial.¹⁰ Pel que fa al paper de la productivitat, un escenari en què els guanys d'eficiència vinculats a la intel·ligència artificial siguin limitats o estiguin desigualment distribuïts frenarà probablement una reducció més intensa de la jornada laboral si es desitja mantenir el nivell de benestar actual.¹¹

David Martínez Turégano

6. Crida l'atenció la forta correlació negativa existent entre les hores treballades a la construcció i a les activitats immobiliàries, que és extensiva al conjunt de la UE i a les quatre grans economies aquí analitzades.

7. Una bona síntesi es pot llegir a Cette, G., Drapala, G. i Lopez, J. (2023), «The circular relationship between productivity and hours worked: A long-term analysis».

8. Vegeu el Dossier «Les claus de la productivitat», a l'IM01/2026.

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

10. FMI (2024), «Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe».

11. Vegeu la nota al peu 7.

Hi ha raons perquè l'habitatge sigui la principal preocupació de la ciutadania europea

El passat 16 de desembre, la Comissió va enviar al Consell i al Parlament Europeu l'anomenat Pla d'Habitatge Assequible, amb el qual busca facilitar l'accés dels europeus a un habitatge en condicions dignes d'habitabilitat.¹ El pla recull una sèrie de mesures per incrementar l'oferta d'habitatge (en particular a les àrees amb un dèficit més gran), per atreure inversió i mobilitzar finançament, per fer costat als segments més vulnerables –com els joves i els treballadors amb ingressos baixos– i per revisar la regulació per evitar colls d'ampolla en la provisió d'habitatge i millorar l'accessibilitat a mitjà termini. Aquesta anàlisi recorre l'evolució recent del mercat residencial europeu i explora les diferències entre països en un context en què l'habitatge s'ha convertit en la principal inquietud dels europeus.²

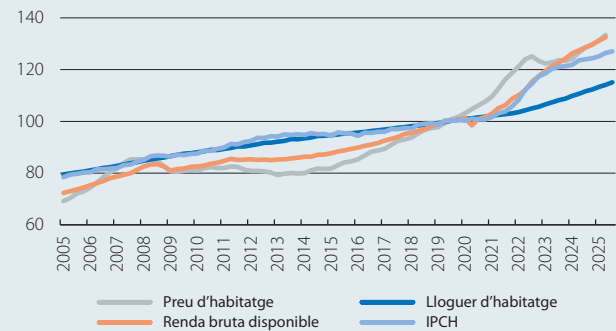
L'escassetat d'oferta agafa el relleu dels xocs en l'actual fase immobiliària europea

El cicle immobiliari residencial a la UE s'ha caracteritzat en els 10 últims anys per quatre fases diferenciades. Una primera etapa s'emmarca en la sortida de les crisis financeres-sobiranes, que s'estén del 2014 al 2019, just abans de la COVID-19. Durant aquesta fase, el preu mitjà dels habitatges a la UE va créixer a un ritme anual pròxim al 5%, molt per damunt dels preus al consum i del cost del lloguer (poc més de l'1% en els dos casos), així com de la renda bruta disponible *per capita* (el 3%) (vegeu el primer gràfic).³ Aquest creixement accelerat dels preus reflecteix tant un reajustament en termes reals després de les fortes correccions produïdes entre el 2007 i el 2013 com una lenta reacció inicial de l'oferta al creixement en el nombre de llars (vegeu el segon gràfic).

Una segona etapa té lloc en el context de la pandèmia, durant la qual es va produir una inusual acumulació d'estalvi, resultat de les mesures de preservació de llocs de treball, que van contenir la caiguda dels ingressos laborals, combinades amb una menor despesa per les restriccions a la mobilitat i per les interrupcions en el subministrament de certs productes.⁴ A mesura que la situació es va anar normalitzant, la inversió en habitatge –i no solament al segment de primera residència– va

UE: preu d'habitatge, lloguer, renda disponible i IPCH

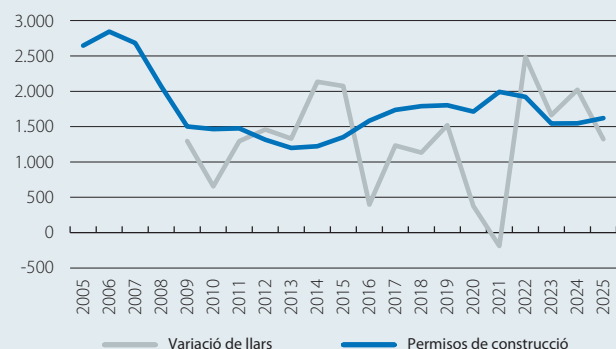
(Índex 100 = 2019)



Notes: Renda bruta disponible de les llars per habitant (inclou les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars). Mitjana trimestral de les dades mensuals per a l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH). El lloguer d'habitatge es correspon amb el subgrup 041 de l'IPCH.

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

UE: creació de llars i construcció d'habitatges (Milers d'unitats)



Notes: Permisos de construcció per a edificació residencial, llevat de les cooperatives (nombre d'habitatges). Dada del 2025 per als permisos de construcció estimada amb la variació interanual dels tres primers trimestres. Dada del 2025 per a la creació de llars estimada amb la variació interanual de la població dels tres primers trimestres i aplicant el canvi mitjà dels 10 últims anys en la dimensió de la llar.

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

augmentar de manera notable i va pressionar a l'alça els preus de compra, que van duplicar l'avanç interanual fins al 10% al final del 2021 i començament del 2022, molt per damunt de l'increment de la renda, dels preus i dels lloguers.

La tercera fase té el seu desencadenant en la invasió russa d'Ucraïna, que va provocar un xoc energètic i de preus alcistes, que van propiciar un cicle més restrictiu de la política monetària. L'increment dels tipus d'interès per part del BCE i el consegüent encariment del finançament bancari van refredar el mercat immobiliari europeu, la qual cosa es va traduir en el relatiu estancament del preu dels immobles residencials des de mitjan 2022 fins al

1. Vegeu Comissió Europea (2025), «European Affordable Housing Plan».

2. Vegeu Comissió Europea (2025), «Public opinion on urban challenges and investment in cities».

3. El preu de l'habitatge es basa en operacions de compravenda. Per la seva banda, el cost del lloguer s'aproxima pel subgrup 041 de l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), que és el resultat de la revaloració dels contractes existents i de la renda en els nous contractes.

4. Vegeu l'article «L'estalvi i el consum en temps de pandèmia: un repàs històric i internacional», a l'IM11/2021.

començament del 2024, quan la política monetària havia completat la seva transmissió al sector real. Aquesta situació contrasta amb el fort creixement dels preus al consum durant aquest període (per damunt del 10% interanual en alguns mesos) i amb l'acceleració en la revaloració dels lloguers, que van duplicar el seu avanç fins al 3%.

Finalment, en els dos últims anys, ens trobem en una fase diferent, en què l'oferta de nou habitatge amb prou feines s'ha recuperat dels mínims del 2023-2024, llastada pels colls d'ampolla, per l'escassetat de mà d'obra i per l'encariment dels materials de construcció. En canvi, la demanda s'ha accelerat en un context de relaxament de la política monetària⁵ i de major creixement demogràfic, impulsat per la immigració –en part per l'arribada de refugiats ucraïnesos, en part per l'atracció de treballadors davant l'escassetat de mà d'obra en alguns sectors—. Així, el preu de compra torna a augmentar a un ritme pròxim al 5% interanual, alineat amb el de la renda disponible per a la mitjana de la UE, on el cost del lloguer també avança ara més que els preus al consum (lleugerament per damunt del 3% vs. el 2,5%, respectivament).

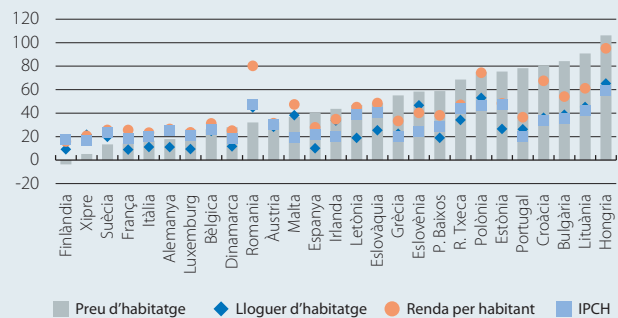
Marcada heterogeneïtat geogràfica als mercats residencials europeus

Els preus de l'habitatge a la UE mostren, en els últims anys, un comportament diferenciat per països, tot i que emergeix un cert patró geogràfic, amb les majors revaloracions registrades a l'Europa de l'Est i a l'entorn mediterrani (amb Grècia i Portugal al capdavant), en relació amb un creixement més contingut a l'àrea centre-nord, amb les excepcions d'Irlanda i del Països Baixos (vegeu el tercer gràfic).⁶

Fins i tot dins aquests grups cal distingir els Estats membres en funció de fins a quin punt l'evolució dels preus de l'habitatge s'ha alineat amb la de l'índex general de preus (canvi en els preus reals), amb la de la renda disponible (com a mesura d'accessibilitat) o amb la del cost del lloguer (*proxy* de la rendibilitat o cost d'oportunitat). Així, per exemple, els preus de compra a Polònia, a Croàcia, a Portugal i a Bulgària han augmentat al voltant del 80% entre el 2019 i el 2025, però, mentre que, en els dos primers casos, el creixement de la renda *per capita* ha estat similar, en els altres dos, el diferencial acumulat és de 30-40 p. p., la qual cosa ha comportat un deteriorament significatiu en l'accés a la compra d'habitatge per a la seva població. De la mateixa manera, Espanya i Irlanda han registrat revaloracions al voltant del 40%, uns 10 p. p. per damunt de l'avanç dels ingressos de les famílies, tot i que la diferència la marca el comportament del cost dels

UE: preu d'habitatge, lloguer, renda i IPCH per país

Variació 2019-2025 (%)



Notes: Variació de la mitjana de les dades mensuals/trimestrals del 2025 en relació amb les del 2019. Renda bruta disponible de les llars per habitant (inclou les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars). El lloguer d'habitatge es correspon amb el subgrup 041 de l'IPCH. Dades de preu d'habitatge per a Grècia basades en l'evolució observada de l'indicador d'esforç sobre renda entre el 2019 i el 2024 i variació igual a la renda per habitant el 2025. Les dades de renda del 2025 per a Lituània, Croàcia, Estònia, Eslovènia, Eslovàquia, Letònia, Malta, Luxemburg i Xipre corresponen a l'actualització amb l'IPCH sobre les dades del 2024 (per a Bulgària, sobre les dades del 2022).

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

lloguers, molt més continguts en el primer cas (el 10% vs. el 30%) arran de les mesures aplicades durant la COVID-19 i dels controls posteriors a les zones tensionades.⁷

Entre els possibles factors explicatius de la dispersió geogràfica hi ha les diferències en l'ajust entre la demanda i l'oferta, una evolució diferent de les condicions financeres o els canvis en el rol del segment de segona residència.⁸ Aquí centrem l'atenció en el primer element, el més vinculat als fonaments a mitjà termini per al mercat residencial. Per fer-ho, comparem la variació en el nombre de llars que ha tingut lloc durant els últims anys (des del 2022 per abstrure'ns de l'efecte demogràfic de la COVID-19) amb la provisió de nous habitatges a partir dels permisos de construcció (vegeu el quart gràfic). En general, observem un alineament raonable entre la demanda d'habitatge principal i l'oferta de nous habitatges, amb la gran majoria de països amb un superàvit/dèficit d'oferta inferior al 2% del nombre total de llars. No obstant això, cal destacar alguns països on els desajustaments són significatius: Lituània, Portugal, Irlanda i Estònia, amb un desequilibri recent superior al 5% (de dos dígits en els dos primers països), i també Itàlia, Finlàndia, els Països Baixos i Espanya, on aquest representa dos o més anys de nova construcció (fins a set anys en el primer cas).⁹

7. La variació continguda del cost del lloguer segons l'estoc de contractes contrasta, però, amb la notable revaloració registrada en els contractes nous en els últims anys, una mica més del 30% per m² entre el 2021 i el 2025, segons les dades d'Idealista.

8. Vegeu Comissió Europea (2025), «Housing in the European Union: market developments, underlying drivers and policies».

9. Per a un càlcul més fi amb diferents mètriques en el cas espanyol, vegeu «El preu de no construir: com el dèficit d'habitatge explica una gran part de les pressions sobre els preus», a l'Informe Sectorial Immobiliari del 25 2025.

5. Vegeu «Els preus de l'habitatge a Europa es reactiven pel gir en la política monetària», a l'Informe Sectorial Immobiliari del 15 2025.

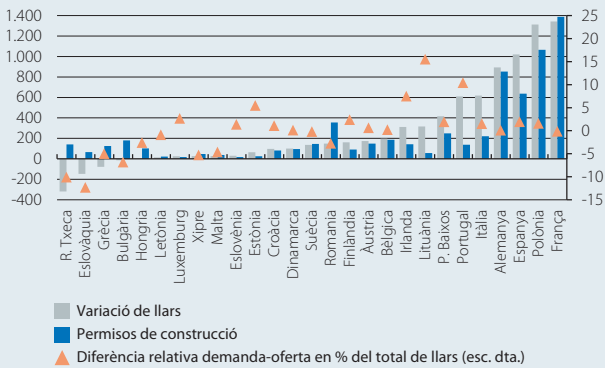
6. BCE (2025), «Developments in the recent euro area house price cycle».

L'evolució recent del mercat residencial europeu reflecteix un cicle marcat per successius xocs i per una oferta insuficient, que ara emergeix com el principal factor de tensió. Malgrat que el repunt de preus és generalitzat, l'heterogeneïtat entre països és notable, amb diferències en accessibilitat i amb desajustaments entre la demanda i l'oferta que condicionen la resposta política. En aquest context, el Pla d'Habitatge Assequible de la Comissió va en la bona direcció, però només una estratègia coordinada entre nivells de Govern permetrà que l'habitatge deixi de ser la principal preocupació ciutadana i es converteixi en un pilar de cohesió social i d'estabilitat econòmica.

David Martínez Turégano

UE: creació de llars i construcció d'habitatges per país

(Milers d'unitats, acumulat 2022-2025)



Notes: Permisos de construcció per a edificació residencial, llevat de les cooperatives (nombre d'habitatges). Dada del 2025 per als permisos de construcció estimada amb la variació interanual dels tres primers trimestres. Dada del 2025 per a la creació de llars estimada amb la variació interanual de la població dels tres primers trimestres i aplicant el canvi mitjà dels 10 últims anys en la dimensió de la llar.

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

Les diferents velocitats de la inflació: un càlcul diferencial per al BCE

La zona de l'euro va assolir l'objectiu d'inflació del BCE el 2025. La inflació general va baixar al 2,1% en el conjunt de l'any i va tancar en l'1,9% al desembre, mentre que les expectatives de la majoria dels agents també la situen en el 2% a mitjà termini. Com ha estat aquesta desinflació final cap al 2%? Quins productes i quins països hi han contribuït més? Quines inèrcies queden?

Per primera vegada en tres anys, el 2025, la desinflació es va basar més en els components nucli (els béns industrials i els serveis) que en els més volàtils. Això reflecteix una desinflació a diferents velocitats, mirall de la pròpia crisi inflacionista prèvia: els preus de l'energia i dels aliments, que van ser els grans tensionats el 2022, també van liderar el primer pas de la desinflació el 2023. En canvi, els béns industrials no energètics i, en especial, els serveis es van moure amb retard i van liderar la desinflació el 2024 i el 2025 després d'haver-se accelerat el 2023.

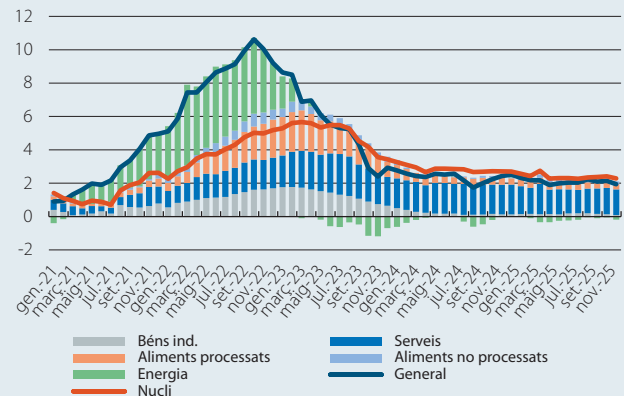
Les diferents velocitats encara persisteixen en les últimes dades de la inflació. La principal dissonància és la inèrcia que encara mantenen els serveis, amb una inflació del 3,4% tant en el conjunt del 2025 com en l'últim trimestre i mes de l'any, i que ha estat compensada per la baixa inflació dels béns industrials no energètics (el 0,6% el 2025, la xifra més baixa des de la pandèmia). La inèrcia dels serveis s'explica, en gran part, per les convulsions finals de la transmissió de la crisi inflacionista, i les últimes dades mostren que és deguda, principalment, al comportament endarrerit dels serveis intensius en factor treball (i, en conseqüència, més sensibles al creixement salarial), dels serveis intensius en energia i dels serveis que actualitzen els preus amb poca recurrència.¹ Amb la inflació general normalitzada, amb els preus energètics en nivells continguts i amb els salaris en desacceleració, cal esperar que, en els propers trimestres, la inflació dels serveis avanci de manera definitiva en la seva normalització.

D'altra banda, el retorn de la inflació general al 2% també ha corregit la dispersió entre països generada durant la crisi del 2022. Economies petites però molt castigades pel xoc energètic, com els països bàltics (Estònia, Letònia i Lituània van arribar a veure inflacions superiors al 20% el 2022), han registrat una forta desinflació (tot i que encara continuen en la banda alta de la zona de l'euro,

1. Per exemple, al desembre del 2025, els preus relacionats amb el transport, amb els serveis públics (correus, recollida d'escombraries, hospitals) i amb les assegurances van copar nou llocs del top 10 de partides amb una inflació més elevada de la cistella nucli i van aportar 0,5 p. p. a una inflació nucli que va ser del 2,3%. La inflació dels serveis relacionats amb les assegurances també té inèrcia, perquè es veu afectada per la inflació passada dels productes assegurats.

Zona de l'euro: IPCH

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

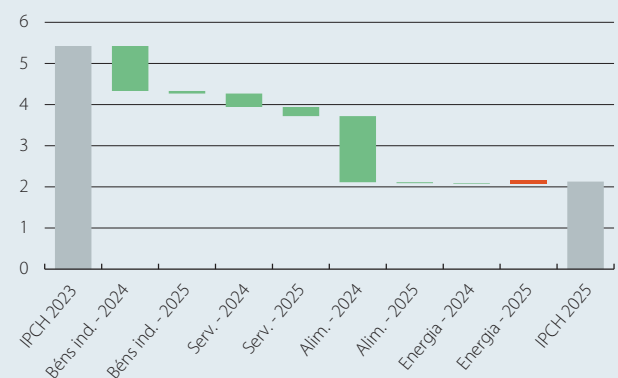


Nota: Variació interanual per a la inflació general i per a la nucli; contribucions per als components.

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

Zona de l'euro: IPCH general

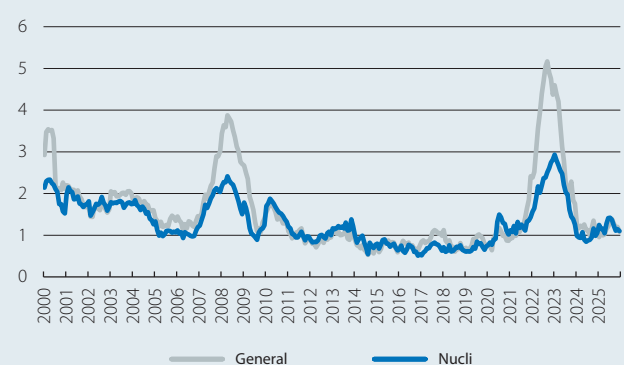
Variació interanual (%) i contribucions (p. p.)



Nota: Per als components, es mostra la seva contribució al canvi en la inflació general entre el 2023 i el 2024 i entre el 2024 i el 2025.

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

Zona de l'euro: dispersió de la inflació entre països (p. p.)



Nota: Dispersió mesurada segons la desviació estàndard de la variació interanual de l'IPC harmonitzat entre els 20 països que constitueixen la zona de l'euro al desembre del 2025.

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

amb taxes entre el 3% i el 4%). Pel que fa a les quatre grans economies europees, el país que va oferir un major impuls a la desinflació del conjunt de la zona de l'euro el 2025 va ser França, mentre que Alemanya i Espanya també van ajudar a abaixar-la (tot i que més lleugerament), i Itàlia, de fet, la va empènyer una mica a l'alça per efectes de base relacionats amb els preus energètics.

En nivells, França destaca per tenir la inflació més baixa, en bona part arrossegada per una contribució negativa de l'energia a causa de la major gradualitat amb la qual l'encariment energètic es va filtrar als preus francesos durant la crisi.² La contribució negativa de l'energia també va persistir a Alemanya i a Itàlia, països on la dependència energètica de Rússia va provocar, inicialment, un encariment de l'energia relativament superior (l'IPC energètic va repuntar el 35% a Alemanya i el 51% a Itàlia en el conjunt del 2022), tot i que, quantitativament, el 2025, ja ho va fer de manera més residual. Espanya, per la seva banda, ha registrat una inflació una mica superior a la mitjana de la zona de l'euro, i, en gran part, això s'explica per una inflació més elevada en energia i en aliments en relació amb la zona de l'euro.³

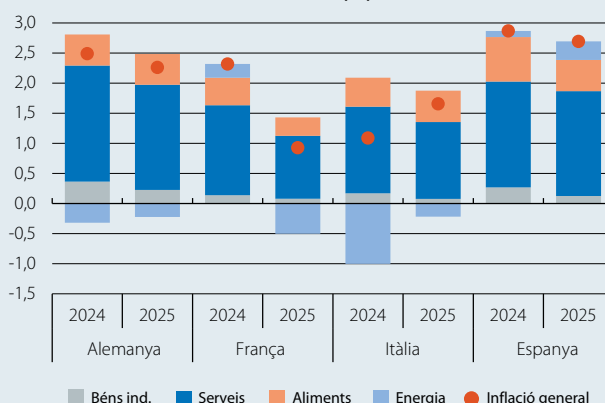
En conjunt, les xifres del 2025 dibuixen una inflació en l'objectiu del 2% del BCE. No obstant això, rere aquesta normalització hi ha una dispersió entre components que recull la varietat de riscos que envolten l'escenari: des de la inèrcia dels serveis (que s'ha de moderar amb els salaris) fins a la baixa inflació dels béns (subjecta a riscos de disrupció aranzelària i de redirecció comercial), passant pels aliments i per la seva sensibilitat a esdeveniments meteorològics extrems.

2. El 2022, França va optar per intervencions directes sobre el preu del gas. Així, el tensionament dels seus preus energètics va ser menor a curt termini, però també ho ha estat la distensió posterior.

3. En termes d'IPC harmonitzat, la inflació espanyola va ser semblant a la de la zona de l'euro en béns industrials no energètics i en serveis (0,3 p. p. inferior en el primer cas i 0,2 p. p. superior en el segon), més baixa en aliments processats (1,0 p. p.) i clarament superior en aliments no processats (2,4 p. p.) i en energia (4,6 p. p.).

Zona de l'euro: IPCH

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



Nota: Variació anual per a la inflació general; contribucions per als components.

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

Zona de l'euro: IPCH general

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

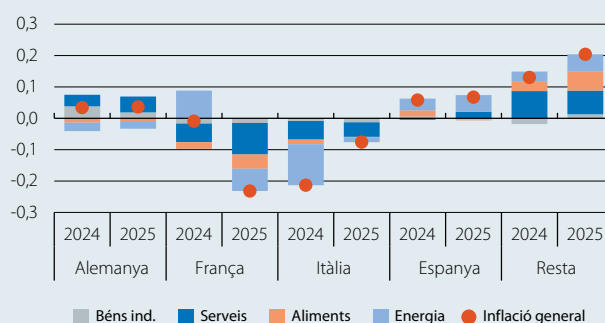


Nota: Per als països, es mostra la seva contribució al canvi en la inflació general de la zona de l'euro entre el 2023 i el 2024 i entre el 2024 i el 2025.

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

IPCH: contribució diferencial per país al conjunt de la zona de l'euro*

(p. p.)



Nota: * La contribució diferencial fa referència a la contribució de la inflació general de cada país a la inflació del conjunt de la zona de l'euro en excés (+) o en déficit (-) en relació amb la contribució predita pel pes del país en l'índex (assumint la mateixa inflació a tots els països).

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

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

ESTATS UNITS

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Activitat									
PIB real	2,8	...	2,0	2,1	2,3	...	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,4	...	4,8	4,9	4,6	...	4,4	...	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	96,1	99,8	93,1	97,4	94,2	92,9	94,2	84,5
Producció industrial	–0,7	1,3	0,7	0,5	1,7	2,2	2,7	2,0	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	49,9	48,8	48,7	48,2	48,0	47,9	52,6
Habitatges iniciats (milers)	1.371	...	1.401	1.354	1.339	...	...	...	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	330	...	340	338	337	...	341	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,1	4,2	4,3	4,5	4,5	4,4	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,1	59,8	60,0	59,8	59,6	59,7	59,6	59,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	...	–3,5	–3,6	–3,4	...	–3,1	...	...
Preus									
Inflació general	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	2,7	2,7	2,7	...
Inflació nucli	3,4	2,9	3,1	2,8	3,1	2,6	2,6	2,6	...

JAPÓ

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Activitat									
PIB real	–0,2	...	1,6	2,0	0,6	...	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	37,2	34,7	34,7	32,8	34,6	36,8	37,5	37,2	37,9
Producció industrial	–3,0	1,2	2,5	0,8	0,6	1,0	0,6	0,8	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	12,0	13,0	14,0	15,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	...	–0,9	–0,7	–0,5	...	–0,4	...	...
Preus									
Inflació general	2,7	3,2	3,8	3,4	2,9	2,7	2,9	2,1	...
Inflació subjacent	2,4	3,0	2,7	3,2	3,2	3,0	3,0	2,9	...

XINA

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Activitat									
PIB real	5,0	5,0	5,4	5,2	4,8	4,5	–	–	–
Vendes al detall	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	0,7	1,3	0,9	...
Producció industrial	5,6	5,9	6,8	6,2	5,8	5,0	4,8	5,2	...
PMI manufactures (oficial)	49,8	49,6	49,9	49,4	49,5	49,4	49,2	50,1	49,3
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.194	1.086	1.146	1.176	1.194	1.185	1.194	...
Exportacions	4,6	5,5	5,7	6,0	6,5	3,8	5,8	6,6	...
Importacions	1,0	0,0	–6,9	–0,8	4,4	2,9	1,9	5,7	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,1	–0,1	0,0	–0,2	0,6	0,7	0,8	...
Tipus d'interès de referència ³	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi per dòlar	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,1	7,1	7,0	7,0

Notes: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. 2. Milers de milions de dòlars. 3. Final del període.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departament de Comunicacions del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Refinitiv.

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Vendes al detall (variació interanual)	1,2	...	2,4	3,0	1,9	...	2,3	...	...
Producció industrial (variació interanual)	-3,0	...	1,4	1,3	1,4	...	2,5	...	...
Confiança del consumidor	-12,6	-13,4	-12,7	-14,3	-13,6	-12,9	-12,8	-13,2	-12,4
Sentiment econòmic	95,9	96,0	95,9	94,7	95,9	97,3	97,5	97,2	99,4
PMI manufactures	45,9	49,1	47,6	49,3	50,1	49,5	49,6	48,8	49,5
PMI serveis	51,5	51,3	51,0	50,1	50,9	53,0	53,6	52,4	51,6
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	0,9	...	0,8	0,7	0,6	...	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,4	3,7	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	...
França (% pobl. activa)	7,4	7,6	7,5	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	...
Itàlia (% pobl. activa)	6,6	6,0	6,3	6,3	6,0	5,7	5,6	5,6	...
PIB real (variació interanual)	0,8	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-0,5	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	-	-	-
França (variació interanual)	1,1	0,9	0,7	0,8	0,9	1,1	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	0,5	0,7	0,7	0,5	0,6	0,8	-	-	-

Preus

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
General	2,4	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	1,7
Nucli	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,3	2,2

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en % del PIB dels 4 últims trimestres, llevat que s'indiqui el contrari

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Saldo corrent	3,4	...	3,0	3,6	4,7	...	8,9	...	...
Alemanya	5,8	...	5,4	6,7	9,3	...	18,1	...	...
França	0,1	...	0,0	-0,3	-0,9	...	-1,8	...	...
Itàlia	1,1	...	0,9	1,3	2,4	...	4,9	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,6	96,5	93,2	96,7	98,3	98,0	97,8	98,2	97,8

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	3,1	3,0	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	0,5	2,2	1,5	2,1	2,5	2,9	2,9	3,0	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	4,9	3,4	3,9	3,4	3,2	3,3	3,2	3,4	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	4,6	3,7	4,0	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,6	5,5	5,5	5,1	...
Altres dipòsits a curt termini	12,4	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,8	-0,4	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	14,7	11,1	4,4	0,6	1,5	-1,0	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	3,0	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	...

Notes: 1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda. 2. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 3. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 5. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.

L'economia espanyola afronta el 2026 amb optimisme

Malgrat les dificultats, l'activitat i l'ocupació mostren un dinamisme elevat. El 2025, l'economia espanyola va esquivar amb èxit les tensions comercials i geopolítiques de l'entorn global i va créixer el 2,8%, una xifra que millora clarament tant la nostra previsió de l'inici de l'any, que era del 2,3%, com el creixement de la zona de l'euro, que es va situar en l'1,5%. L'increment del PIB es va fonamentar en el bon funcionament de la demanda interna, que va contrarestar el deteriorament de l'externa, derivat de l'embranchida de les importacions.

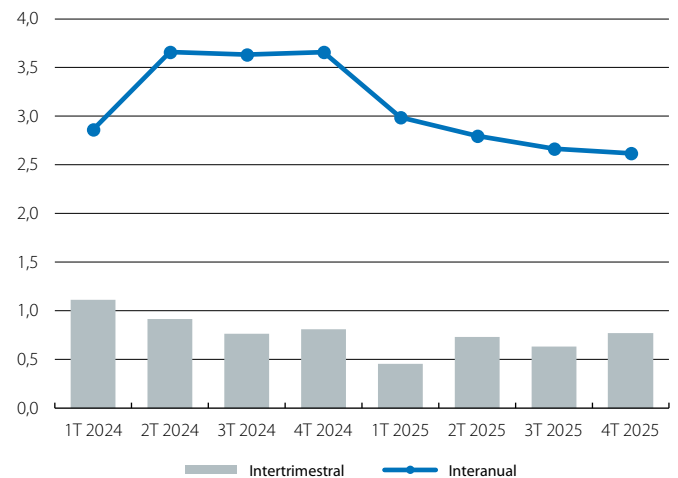
Per a enguany esperem que l'economia prolongui el seu dinamisme, amb un creixement superior a la mitjana de la zona de l'euro, malgrat que persistirà la incertesa geopolítica. La demanda interna continuarà sent el principal motor del creixement, impulsada per l'augment del consum privat i de la inversió, que es beneficiaran d'unes condicions financeres encara favorables. El consum es basarà, a més a més, en la millora de la renda disponible –en un context d'important creació d'ocupació, de creixement dels salaris i d'elevats fluxos migratoris– i en la sòlida posició financera de les famílies, amb una taxa d'estalvi que es continuarà normalitzant des dels alts nivells actuals. En el cas de la inversió, els suports seran la implementació dels fons NGEU, juntament amb la fortalesa de la construcció i l'embranchida de la inversió en noves tecnologies i en actius intangibles.

El PIB d'Espanya sorprèn positivament en el tram final del 2025. El PIB va créixer en el 4T 2025 el 0,8% intertrimestral, per damunt del 0,6% anotat en el 3T, mentre que, en termes interanuals, el ritme es va situar en el 2,6%, amb prou feines 1 dècima menys que en el trimestre anterior. Les últimes dades del PIB, millors del que s'havia previst inicialment, impliquen un punt de partida més elevat per al 2026 i generen un efecte arrossegament que ens durà a revisar a l'alça la nostra previsió de creixement per a enguany, actualment en el 2,1%.

La demanda interna va ser el principal motor de l'economia en el 4T 2025 i va aportar 1,0 p. p. al creixement intertrimestral del PIB: el consum privat va créixer l'1,0% i la inversió, el 2,2%, en especial en construcció, tant residencial com no residencial, i, sobretot, en equipament de transport. En canvi, la demanda externa va restar 0,2 p. p. al creixement intertrimestral, a conseqüència del major dinamisme de les importacions, que, impulsades per l'embranchida de la demanda interna, van créixer l'1,4%, en relació amb el 0,8% anotat per les exportacions. Entre aquestes últimes, la fortalesa de les exportacions de serveis contrasta amb l'estancament de les de béns, afectades pels aranzels i per la feblesa dels nostres socis de la zona de l'euro.

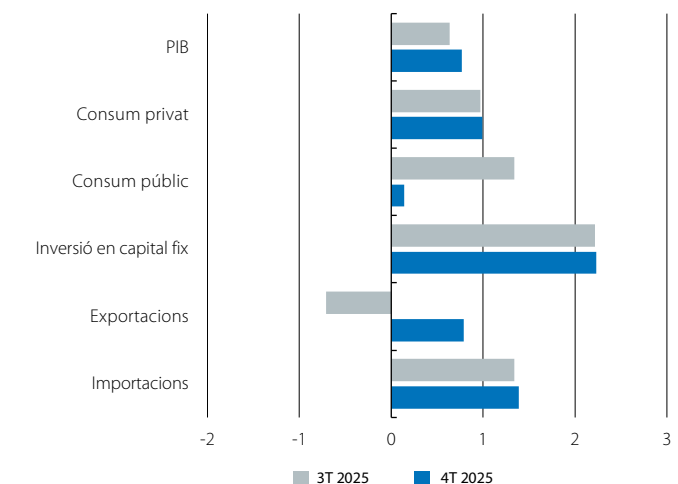
El mercat laboral va tancar el 2025 amb una notable fortalesa. Segons l'EPA del 4T 2025, els ocupats van augmentar en 76.200 persones, la millor dada en un 4T en quatre anys, i van superar amb escreix els registres del 2024 (34.900) i de la mitjana del 2014-2019 (28.300). A més a més, en termes desestacionalitzats, el creixement va ser del 0,9% intertrimestral (el 0,5% anterior), el més intens des del 2T 2023. Per la seva banda, la taxa d'atur es va reduir 6 dècimes, fins al 9,9%, per primera vegada per sota del 10% des del 2008. D'aquesta manera, el 2025 va tancar amb 605.400 ocu-

Espanya: PIB Variació (%)



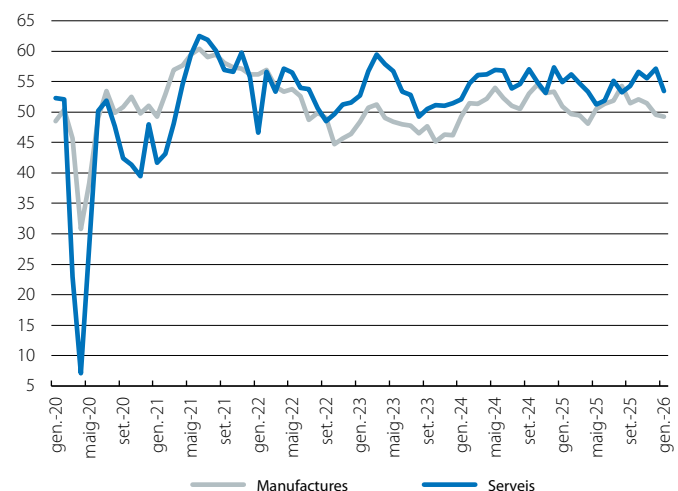
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: components del PIB Variació intertrimestral (%)



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

Espanya: PMI Nivell



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

patés més (el +2,8% interanual), fins a un nou rècord de 22,46 milions, i 118.400 aturats menys (el -4,6%).

Els primers indicadors d'activitat disponibles per al 2026 apunten a una contenció en el creixement. En primer lloc, com és habitual al gener, l'afiliació a la Seguretat Social va caure en 270.782 treballadors (el -1,2%), un descens una mica més intens que el d'anys anteriors en aquest mes (el -1,1% de mitjana el 2023-2025), mentre que, en termes desestacionalitzats, registra un augment de 17.311 persones, en relació amb una mitjana mensual de 42.875 en el 4T 2025. Pel costat de l'oferta, els índexs PMI del gener indiquen una moderació del creixement: en el cas del sector serveis, continua en zona expansiva, per damunt dels 50 punts, però es redueix fins als 53,5 punts, des dels 57,1 punts del desembre. Pel que fa a l'índex de la indústria manufacturera, se situa en 49,2 punts, lleugerament per sota del registre anterior (49,6). Pel costat del consum, el [Monitor de CaixaBank Research](#) mostra un alentiment de l'activitat de les targetes espanyoles al gener, amb un creixement (fins al dia 21) del 3,4% interanual, en relació amb el 5,5% del desembre.

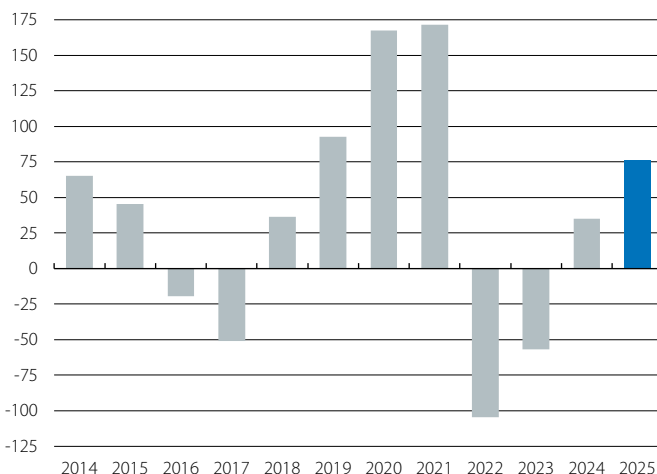
La inflació arrenca l'any amb un fort alentiment, gràcies a l'energia. Segons l'indicador avançat publicat per l'INE, la inflació general va prolongar al gener la senda de moderació dels mesos anteriors i es va reduir 5 dècimes, fins al 2,4%, la taxa més baixa des del juny del 2025. Per la seva banda, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) es va mantenir en el 2,6%. El descens de la inflació general s'explica, principalment, pels preus de l'electricitat. Al gener va desaparèixer l'efecte base de l'IVA: el 2025, l'electricitat va suportar un IVA del 21%, en relació amb el 10% del 2024. Ara, en comparar els dos mesos amb el mateix IVA del 21%, aquest efecte s'esvaeix i empeny la inflació a la baixa. Malgrat aquesta senda de moderació, la persistència que mostra el component de serveis ens fa preveure que, el 2026, la inflació encara es mantindrà lleugerament per damunt de l'objectiu del 2%.

Primers senyals d'estabilització en la demanda d'habitatge. Les compravendes van tornar a créixer al novembre (el 7,8% interanual), tot i que mantenen un to modest des de l'agost, lluny de les taxes de dos dígitos que van registrar en la primera meitat de l'any. En qualsevol cas, el 2025, el nivell d'activitat va continuar sent molt elevat, amb 660.000 operacions de compravenda tancades entre el gener i el novembre, la qual cosa representa un increment del 12% interanual. No obstant això, l'oferta d'habitatge nou continua lluny de satisfer aquesta fortalesa de la demanda: en el mateix període, es van visar 127.400 obres noves, el 7,4% més que en el mateix període de l'any anterior, però insuficient per absorbir les noves llars (220.000 en termes acumulats de quatre trimestres fins al 3T 2025). Aquest desajustament entre l'oferta i la demanda continuarà pressionant a l'alça els preus de l'habitatge a curt i a mitjà termini.

El superàvit per compte corrent es manté en nivells elevats gràcies als serveis. El 2025, el saldo de la balança per compte corrent, amb dades acumulades de 12 mesos fins al novembre, va llançar un superàvit del 2,9% del PIB, lleugerament inferior al màxim històric anotat el 2024 (el 3,2%). D'una banda, el dèficit comercial va augmentar fins al 2,8% del PIB (el 2,1% el 2024), a causa del deteriorament de la balança de béns no energètics, en un context de forta embranzida de les importacions per satisfer la puixant demanda interna. En canvi, la balança de serveis continua anotant elevats superàvits, tant els no turístics (el 2,3% del PIB vs. el 2,0% del 2024) com els turístics (el 4,2% del PIB vs. el 4,3%).

Espanya: ocupats

Variació trimestral en el 4T (milers)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).

Espanya: IPC

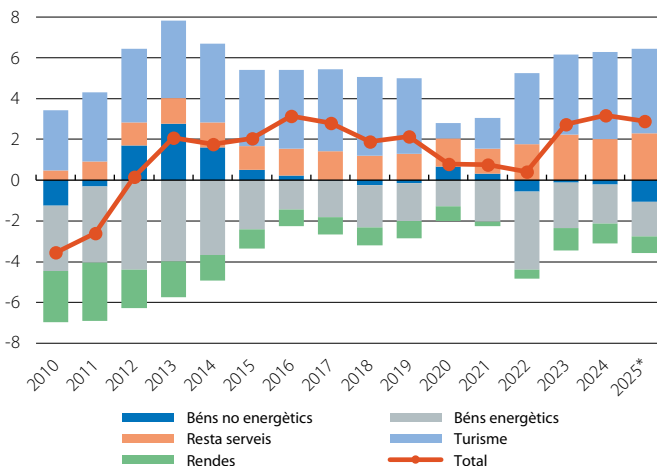
Variació interanual (%)



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

Espanya: balança per compte corrent

(% del PIB)



Notes: * Dades acumulades de 12 mesos fins al novembre. Dades de béns segons la classificació CUCI.

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

Necessitats de finançament del Tresor el 2026: elevades però absorbibles gràcies a la forta demanda

Espanya afronta el 2026 amb unes necessitats de finançament encara elevades, tot i que ho fa en un context fiscal relativament més favorable que el dels seus homòlegs europeus. Malgrat la reducció del dèficit i del deute públic en percentatge del PIB, els elevats nivells nominals i un volum de venciments similar al del 2025 fan que les necessitats de finançament es mantinguin en nivells comparables als dels últims exercicis. En aquest context, la solidesa de la demanda de deute públic –en especial per part dels inversors no residents– permet anticipar una absorció ordenada del volum d'emissions.

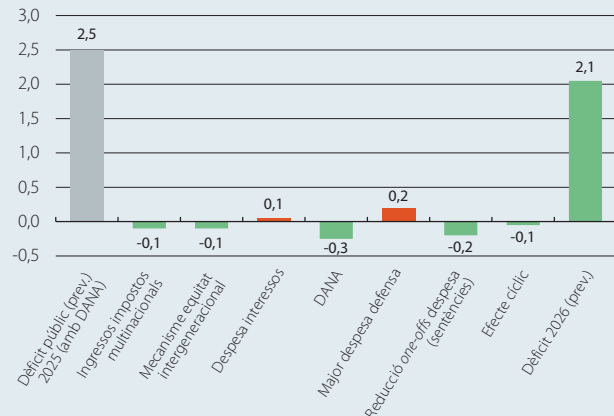
Preveiem que el dèficit públic es reduirà del 2,5% del 2025 al 2,1% del PIB el 2026,¹ gràcies, entre altres factors, a la reducció de les despeses extraordinàries –com les ajudes per la DANA i els pagaments judicials (els dos conceptes representaran, el 2025,² prop del 0,5% del PIB)– i al dinamisme econòmic, tot i que l'augment de la despesa en defensa compensarà parcialment aquests factors. D'aquesta manera, Espanya se situarà en una millor posició fiscal que França (dèficit fiscal del 4,9% del PIB el 2026, segons la Comissió Europea) o que Itàlia (el 2,8%).

Es preveu que els ingressos públics creixin més del 5% interanual,³ una mica per sobre del PIB nominal, mentre que el creixement de la despesa computable neta⁴ se situaria una mica per damunt del 4,0%, un percentatge superior a l'objectiu del 3,7% pactat amb la Comissió Europea, la qual cosa implicaria, segons les estimacions de la pròpia Comissió, una desviació per valor del 0,3% del PIB, just en el límit del nivell tolerat, de manera que no constituïria un incompliment formal de la senda fiscal acordada ni donaria lloc a l'activació d'un advertiment formal (*early warning*).⁵

1. L'AIReF és, fins i tot, més optimista i el situa en el 2,0%.
2. Estimacions de l'«Informe de Progreso Anual 2025» del Ministeri d'Economia.
3. Vegeu l'«Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las Administraciones públicas para 2026», publicat per l'AIReF al novembre.
4. La despesa computable neta, rellevant per a les regles fiscals europees, inclou la despesa pública neta de les despeses en concepte d'interessos, de mesures discrecionals relatives als ingressos, de les despeses en programes de la UE compensats íntegrament amb els ingressos procedents dels fons de la Unió, de la despesa nacional en cofinançament de programes finançats per la Unió, dels elements cíclics de la despesa en prestacions d'atur, de les mesures puntuals i d'altres mesures de caràcter temporal. Així mateix, no inclou les despeses associades a la DANA.
5. En el nou marc fiscal europeu, l'activació de mecanismes correctius més exigents no depèn de les desviacions puntuals, sinó de la seva persistència i acumulació en el temps. En particular, les regles se centren en la identificació d'incompliments sostinguts de la senda de despesa pactada, avaluats mitjançant un compte de control acumulat, així com en l'absència de mesures correctores creïbles. D'aquesta manera, una desviació puntual pot donar lloc a un *early warning*, però el rellevant per escalar el procediment és la persistència i la falta de correcció. En termes acumulats, el compte de control –considerant les desviacions del període 2024-2026– presentaria, el 2026, una desviació del 0,2% del PIB, molt per sota del líndar màxim del 0,6%. Aquest resultat ve afavorit pel fet que, el 2024, el creixement de la despesa primària neta es va situar molt per sota de l'objectiu, amb un marge al voltant del 0,4% del PIB.

Dèficit públic

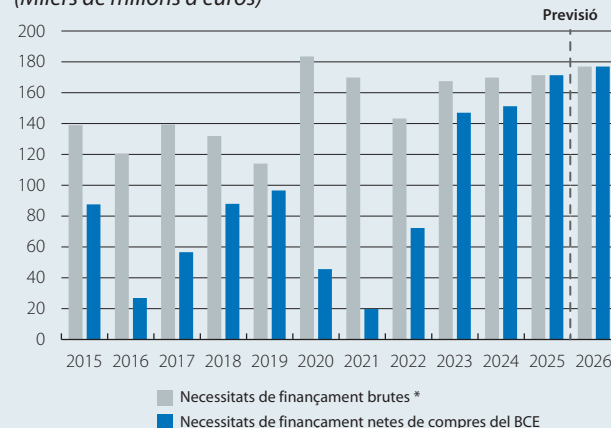
(% del PIB)



Font: CaixaBank Research.

Espanya: necessitats de finançament del Tresor

(Milers de milions d'euros)



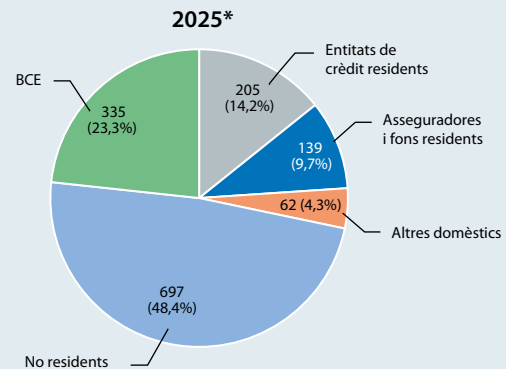
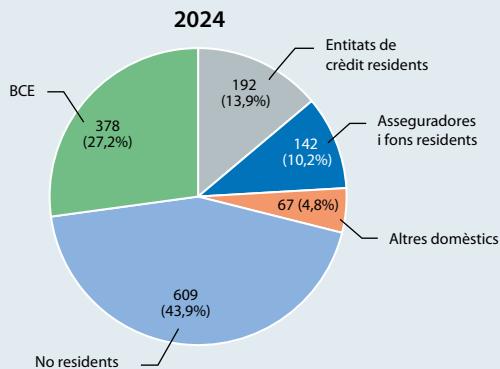
Nota: * Les xifres de les amortitzacions no inclouen les lletres.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.

Malgrat que el dèficit públic es continuarà reduint, les necessitats de finançament del Tresor continuaran sent relativament elevades i alineades amb les del 2025. En particular, el 2026, el Tresor preveu una emissió neta de 55.000 milions d'euros, coberta, principalment, mitjançant instruments a mitjà i a llarg termini; 50.000 milions amb aquests instruments, i els 5.000 restants amb lletres del Tresor. Es tracta d'una xifra molt similar als 54.775 milions del 2025 i als 55.034 del 2024, tot i que és inferior en 10.000 milions a la del 2023. L'emissió bruta de deute a mitjà i a llarg termini, que suma les amortitzacions a les emissions netes, serà de 176.514 milions d'euros, 5.600 milions més que el 2025, i inclourà una amortització prevista del MEDE de 3.643 milions d'euros.

Espanya: tinences de deute de l'Estat (lletres, bons i obligacions)

(Milers de milions d'euros i estructura en %)



Nota: * Dades de l'octubre del 2025.

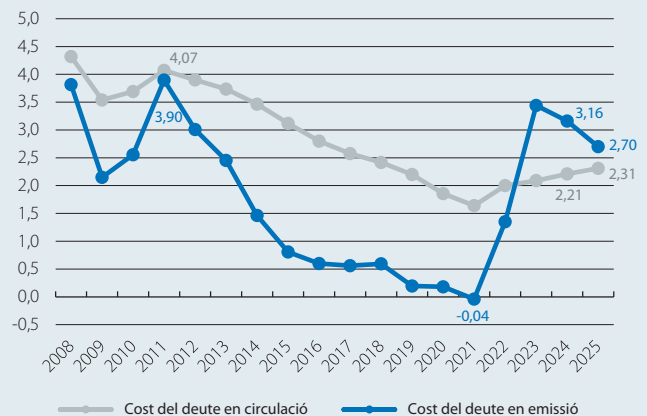
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.

El suport internacional i la robustesa de la demanda seran determinants. El BCE continuarà sense reinvertir venciments, la qual cosa reforça la importància de l'atractiu del deute espanyol en un context de tipus més alts que el 2016-2022. El menor protagonisme del BCE és compensat amb escriure pels no residents, ja que, en els 10 primers mesos del 2025, els inversors no residents van incrementar les tinences de bons i d'obligacions (excloses les lletres) en 74.300 milions d'euros, molt per damunt de la mitjana històrica (+19.200 milions anuals d'augment de les tinences, de mitjana, durant el període 2003-2023), i van incrementar la participació en les tinences de deute públic a mitjà i a llarg termini fins al 48,9%, en relació amb el 44,9% del final del 2024. Mentrestant, els inversors minoristes domèstics van reduir les posicions en lletres del Tresor en 5.800 milions des del final del 2024, una tendència coherent amb les reduccions de tipus dutes a terme pel BCE (malgrat que les seves tinences són 18.000 milions superiors a les del final del 2022, a l'avantsala de les pujades de tipus adoptades després del xoc energètic), tot i que van ser compensades amb escriure per un augment d'11.000 milions en les compres de lletres per part dels no residents. En conjunt, els inversors domèstics concentren el 28,3% del deute públic en circulació, xifra lleugerament inferior al 28,9% del final del 2024, però superior al 26,3% del 2022.

El cost mitjà del nou deute emès per l'Estat el 2025 es va situar en el 2,70%, una reducció de 46 p. b. en relació amb el 2024, coherent amb el descens dels tipus d'interès. Per la seva banda, el cost mitjà del deute en circulació es va mantenir en nivells continguts i va finalitzar el 2025 en el 2,31%, amb prou feines 10 p. b. per damunt del nivell del 2024. Aquest nivell, però, continua sent superior al mínim històric assolit el 2021 (l'1,64%) i reflecteix un fenomen clau: malgrat que els tipus d'emissió han baixat en relació amb el 2024, continuen per damunt del cost mitjà acumulat, la qual cosa provoca un repunt gradual del cost mitjà. La vida mitjana es manté estable al voltant dels vuit anys, amb ven-

Espanya: cost del deute de l'Estat

(%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.

ciments ben distribuïts i amb un baix risc de refinançament (el 13% a un any).⁶ Finalment, estimem que el pagament dels interessos del conjunt de les Administracions públiques, tenint en compte les expectatives de mercat, podria assolir el 2,5% del PIB el 2026, 1 dècima més que el 2025, tot i que molt per sota del nivell del 2014 (el 3,5% del PIB). Aquest lleuger increment s'explica per la renovació de l'estoc de deute: s'amortitzen emissions antigues amb tipus més baixos que els actuals.

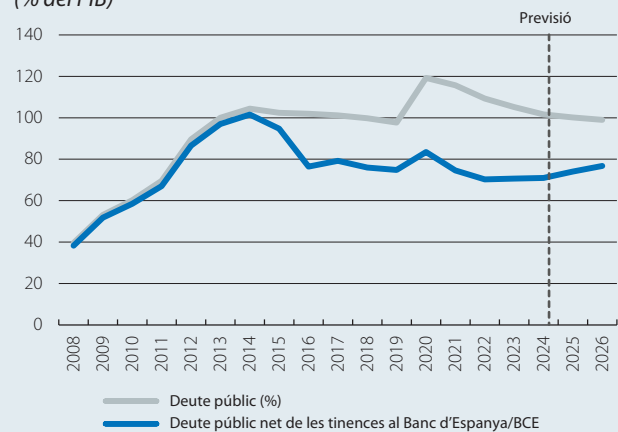
Pel que fa a l'estoc de deute públic, preveiem que el deute públic se situarà al voltant del 99% del PIB al final d'enguany, encara més d'1 punt per damunt del nivell del 2019. Estimem que el 22,5% del total estarà en mans del BCE i que el 77,5% restant quedarà en mans de la resta d'inversors. Així, el deute net de tinences del banc central se situarà al voltant del 76,7% del PIB, en relació amb els nivells molt més alts del passat, com el 101,6% del 2014.

6. Vegeu l'«Observatorio de Deuda» de l'AIReF del desembre del 2025.

En definitiva, Espanya afronta el 2026 amb unes necessitats de finançament elevades però plenament absorbibles en l'entorn actual de mercat, recolzades en una base inversora sòlida. No obstant això, més enllà del curt termini, el principal repte és la credibilitat de la senda fiscal a mitjà termini. L'augment estructural de la despesa pública –en especial la vinculada a la defensa i a l'envelliment– i la plena aplicació de les noves regles fiscals europees exigeixen una estratègia de consolidació fiscal creïble, gradual i sostinguda per garantir l'estabilitat de les finances públiques més enllà del 2026.⁷

Javier García-Arenas

Espanya: deute públic (% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i del BCE i de previsiones pròpies.

7. Vegeu la nota al peu 3.

La rotació empresarial, un repte estructural de la restauració espanyola

Des de la sortida de la pandèmia, la restauració a Espanya s'ha recuperat amb força, amb el suport del dinamisme del turisme i de la normalització del consum. Els ingressos han crescut, i l'ocupació ha assolit màxims històrics i s'ha consolidat com un dels pilars del sector serveis. Malgrat aquest bon funcionament, el sector manté un repte pendent: l'elevada rotació empresarial, que limita l'estabilitat i la maduresa del teixit productiu.

La rotació se situa de manera sistemàtica per damunt de la mitjana de l'economia i supera el 20% del total d'empreses actives.¹ El sector, a més a més, és especialment jove: una de cada quatre empreses en actiu té un any o menys d'antiguitat, mentre que la proporció de les que tenen 20 anys o més és molt inferior a la mitjana. En balanç, malgrat que una certa rotació és pròpia de l'activitat d'un sector com la restauració, la seva intensitat qüestiona la capacitat de les empreses per consolidar-se, per créixer i per millorar la productivitat.

Per què és tan alta la rotació?

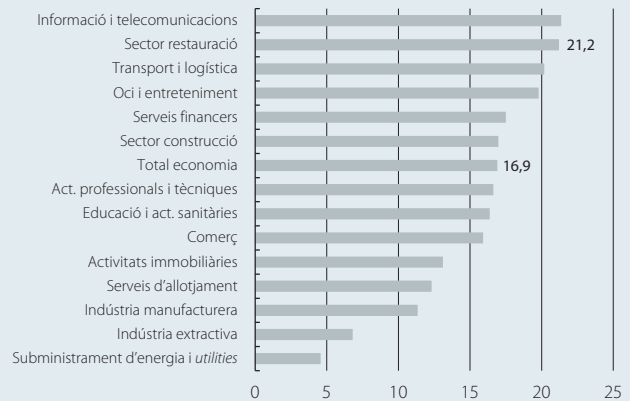
Les característiques del sector ajuden a explicar-la. Primer, unes barreres d'entrada baixes. La inversió inicial és relativament limitada en relació amb altres sectors, la qual cosa facilita la creació de nous negocis, però també incrementa la probabilitat que molts d'ells no aconseguin consolidar-se.

Segon, Espanya presenta una elevada densitat de locals de restauració per habitant (5,4 per cada 1.000 habitants), en especial a les regions amb una forta orientació turística. Aquesta elevada concentració intensifica la competència, pressiona els marges i dificulta la supervivència dels establiments menys eficients. A més a més, les regions turístiques solen estar més exposades a una demanda volàtil i estacional, la qual cosa contribueix a unes taxes de rotació més elevades.

La dimensió empresarial és un altre dels factors clau. Al sector predominen les empreses petites, les quals registren rotacions pròximes al 30%, molt per damunt de la mitjana del sector. A mesura que augmenta el nombre de treballadors, la rotació es redueix de manera significativa, fins a situar-se, fins i tot, per sota de la mitjana de l'economia a les empreses més grans. Tot plegat suggereix que la dimensió aporta estabilitat, ja que dota les empreses de major capacitat financera, d'una estructura

Espanya: taxa de rotació empresarial per sectors

(% sobre el total d'empreses actives)



Nota: Dades del 2023.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (demografia harmonitzada).

organitzativa més sòlida i d'una major resiliència davant les pertorbacions adverses.

La forma jurídica també és rellevant. Les empreses del sector són típicament gestionades per persones físiques i presenten un nivell de rotació superior al de les gestionades per persones jurídiques (el 23% i el 17%, respectivament), la qual cosa fa pensar que aquestes últimes presenten un major grau de professionalització i una gestió més estructurada.

Als factors anteriors se'n sumen altres que afecten el conjunt del sector, com l'elevada rotació laboral, la dificultat per atreure i per retenir personal qualificat i l'augment dels costos operatius, que no sempre es poden traslladar als preus sense perdre clientela.

Una comparació amb Europa

La restauració té a Espanya un pes notablement superior a la mitjana de la UE, tant en nombre d'empreses com en volum d'ingressos. Així mateix, en relació amb altres sectors de la nostra economia, la productivitat del sector, mesurada pel valor afegit per treballador, se situa per damunt de la mitjana de la zona de l'euro: si el conjunt de l'economia espanyola presenta una productivitat el 15% inferior a la mitjana de la zona de l'euro, el sector de la restauració només se situa el 8,5% per sota. No obstant això, el sector encara té marge per millorar.

En relació amb França, Alemanya o Itàlia, el sector espanyol està més atomitzat: predominen les micropimes i hi ha una menor proporció d'empreses més grans, moltes en mans de persones físiques. Aquesta estructura s'asso-

1. La taxa de rotació empresarial es defineix com el percentatge d'empreses que han causat alta o baixa en un període determinat en relació amb el total d'empreses actives. És un indicador del grau de renovació o de reemplaçament del teixit empresarial.

cia a taxes de rotació més elevades i a una productivitat inferior. A moltes economies europees, el sector està compost per menys empreses, però més grans, amb menys rotació i amb més capacitat per generar ingressos.

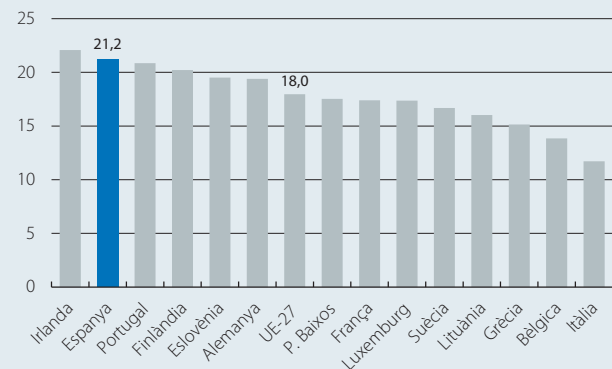
Créixer, professionalitzar-se i guanyar eficiència

En definitiva, l'elevada rotació empresarial és un dels principals reptes estructurals de la restauració espanyola. Malgrat que el dinamisme del sector és una fortalesa, una rotació excessiva limita la consolidació de les empreses, frena els guanys de productivitat i incrementa la vulnerabilitat davant els canvis en l'entorn econòmic.

Per reduir la rotació, és necessari que les noves empremories es duguin a terme amb una major lògica de negoci, elaborant plans de negoci que aportin més solidesa a aquestes apostes empresarials. També cal afavorir un entorn en què les empreses viables puguin créixer i guanyar eficiència. Avançar cap a un teixit empresarial format per companyies més grans, més ben gestionades i amb més capacitat d'adaptació és clau per assegurar un creixement més sostenible. Així mateix, millorar la formació i la retenció del talent i adaptar els models de negoci a l'estacionalitat contribuirà a reforçar la resiliència del sector. D'aquesta manera, la restauració espanyola podrà assegurar un desenvolupament més sòlid a mitjà i a llarg termini.

Pedro Álvarez Ondina

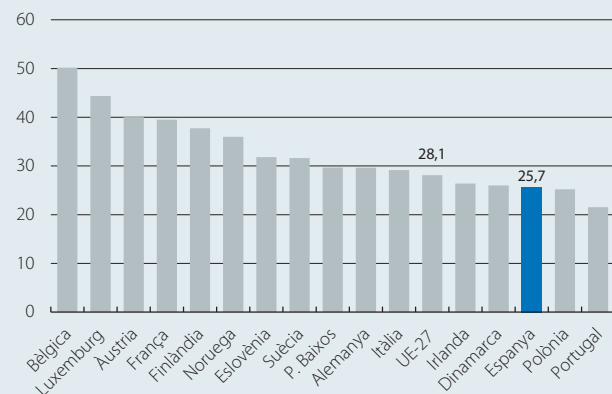
UE: taxa de rotació empresarial en restauració (% sobre el total d'empreses actives)



Nota: Dades del 2023.

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

UE: valor afegit per empleat en restauració (Milers d'euros per empleat)



Notes: Dades del 2023. Eurostat només ofereix dades de valor afegit a cost de factors.

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

Indicador salarial de CaixaBank Research: noves perspectives per dimensió empresarial i permanència laboral

L'evolució dels salaris és clau per analitzar el poder adquisitiu dels treballadors i les dinàmiques macroeconòmiques. En contextos d'elevada inflació, com el registrat el 2022, el seguiment de la remuneració salarial mitjançant indicadors precisos i d'alta freqüència va permetre detectar l'absència d'una espiral preus-salaris. En aquest marc, CaixaBank Research va desenvolupar un indicador salarial a partir de dades internes anonimitzades, integrat al [portal d'Economia en temps real](#), que ara incorpora dues importants novetats: desagregació per dimensió d'empresa i distinció entre els treballadors que romanen i els que canvien d'ocupador. Aquestes millores permeten un seguiment més granular de les dinàmiques salarials a Espanya i complementen la informació proporcionada per les estadístiques tradicionals.

Un indicador sòlid i cada vegada més complet

L'indicador salarial de CaixaBank es construeix a partir de moviments de compte identificats com a nòmina, degudament anonimitzats.¹ La seva comparació amb altres referències (augment pactats en convenis, indicadors de grans empreses o ofertes en portals d'ocupació, entre d'altres) mostra que reproduceix de manera similar l'evolució agregada dels salaris i aporta, alhora, més granularitat i latència de pocs dies. El primer gràfic de l'article il·lustra aquestes dinàmiques comunes malgrat les diferències entre ells, com el rebot salarial experimentat el 2022 i el 2023 i la posterior moderació el 2024 i el 2025. El 2025, segons l'indicador, les nòmines van créixer, de mitjana, el 2,7%, 6 dècimes menys que el 2024 i al mateix ritme que l'IPC.

Diferències salarials per dimensió d'empresa

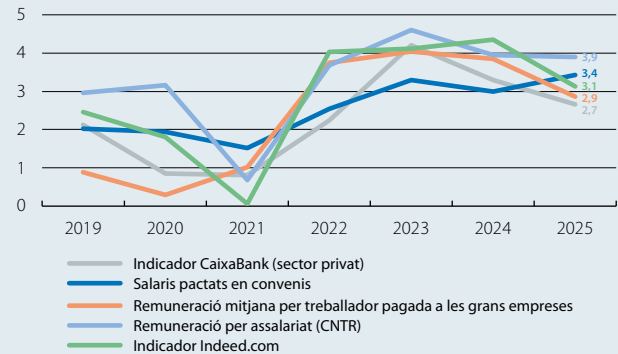
Una de les novetats incorporades al portal és la segmentació del creixement salarial al sector privat en funció de la dimensió de l'empresa emissora de la nòmina: microempreses (5-9 empleats), petites (10-49), mitjanes (50-249) i grans (250 o més).² Les dades mostren que les empreses grans registren augments sala-

1. L'indicador correspon a la mediana de la variació interanual de la nòmina mensual, calculada client a client, en termes nominals (no deflactats). Es consideren les transferències rebudes pels clients en concepte de nòmina i les transferències emeses per les empreses clients de CaixaBank, i s'eviten les duplicitats quan l'emissor i el receptor són clients. Per a més detalls, vegeu el document metodològic disponible a <https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com/#/monitor>.

2. La dimensió es calcula en empreses clients de CaixaBank que emeten nòmines; per tant, l'indicador per dimensió només utilitza transferències emeses en concepte de nòmina.

Espanya: indicadors de salaris

Variació interanual (%)

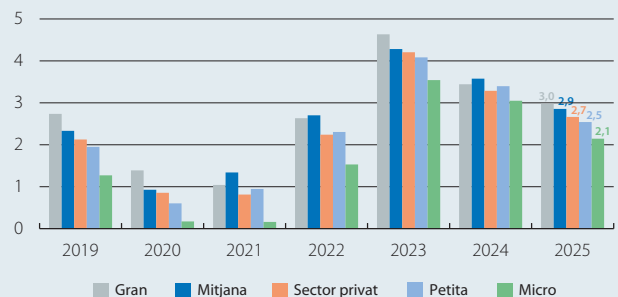


Notes: L'indicador salarial de CaixaBank correspon a la mediana de la variació interanual de la nòmina mensual, calculada client a client, en termes nets i nominals (no deflactats). Els salaris pactats en convenis reflecteixen la variació salarial mitjana anual acordada, amb efectes econòmics l'any corresponent. La remuneració mitjana per treballador a les grans empreses mesura l'increment del cost salarial per empleat a les grans corporacions, a partir de la informació de l'Agència Tributària. La remuneració per assalariat procedeix de la comptabilitat nacional trimestral i inclou el conjunt de pagaments als treballadors (salaris bruts, cotitzacions socials i altres costos laborals). L'Indeed Wage Tracker correspon a la mediana dels increments salarials interanuals observada en les noves ofertes de feina d'Indeed.com.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes, de l'INE, del Ministeri d'Economia, Comerç i Empresa i d'Indeed.com.

Espanya: indicador de salaris del sector privat de CaixaBank Research

Variació interanual (%)



Notes: L'indicador salarial de CaixaBank correspon a la mediana de la variació interanual de la nòmina mensual, calculada client a client, en termes nets i nominals (no deflactats). La dimensió es calcula en empreses clients de CaixaBank que emeten nòmines; per tant, l'indicador per dimensió només utilitza transferències emeses en concepte de nòmina.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

rials, de mitjana, més elevats: el 2025, el 3,0%, en relació amb el 2,9% de les mitjanes, amb el 2,5% de les petites i amb el 2,1% de les microempreses. Aquest diferencial per dimensió s'observa de manera recurrent al llarg del període analitzat, tot i que la seva magnitud és avui menor. La recerca econòmica documenta àmpliament aquest patró i l'atribueix a la major productivitat i capacitat de repartiment de rendes a les empreses grans, així com a la seva capacitat per atreure i per retenir perfils més qualificats (Brown i Medoff, 1989; Bloom *et al.*, 2018).

Romandre o canviar: l'impacte de la mobilitat laboral sobre els salaris

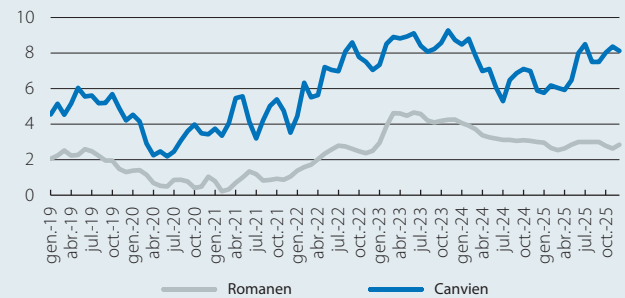
El segon eix distingeix entre els qui romanen a la mateixa empresa i els qui canvien d'ocupador en un horitzó de 12 mesos.³ Els resultats mostren que els treballadors que canvien d'empresa registren augments salarials notablement superiors als que hi romanen. La mobilitat és un canal habitual de millora retributiva, en especial on hi ha escassetat de determinats perfils o competència intensa per mà d'obra qualificada.

La bretxa salarial entre romandre i canviar d'empresa pot aportar informació rellevant sobre el grau de tensió al mercat laboral, entre altres aspectes: va ser reduïda el 2020-2021 durant la pandèmia i es va ampliar a partir del 2022 amb la reactivació econòmica i amb les tensions inflacionistes. El 2025, s'han moderat els salaris dels qui romanen (el +2,8%, en relació amb el 3,3% del 2024), mentre que els qui canvien mantenen increments elevats (el 7,2%). Aquest patró suggereix tensions puntuals en determinades feines, que empenyen les empreses a oferir més augments per atreure determinats perfils de talent.

Josep Mestres Domènech

Espanya: indicador de salaris de CaixaBank Research per permanència a l'empresa

Variació interanual (%)



Notes: L'indicador salarial de CaixaBank correspon a la mediana de la variació interanual de la nòmina mensual, calculada client a client, en termes nets i nominals (no deflactats). Un empleat «roman» si treballa en la mateixa empresa del sector privat que l'any anterior o en el mateix grup. «Canvia» si treballa en una empresa o en un grup diferent en t i t-12. La mostra correspon a empreses clients de CaixaBank emissores de nòmines.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

3. Un empleat «roman» si treballa a la mateixa empresa del sector privat que l'any anterior o al mateix grup. «Canvia» si treballa en una empresa o en un grup diferent en els mesos t i t-12. La mostra correspon a empreses clients de CaixaBank emissores de nòmines. La definició és similar a la utilitzada per distingir *switchers* i *stayers* al *wage tracker* de la Reserva Federal d'Atlanta (<https://www.atlantafed.org/chcs/wage-growth-tracker>).

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Indústria									
Índex de producció industrial	0,4	...	-0,8	1,5	2,6	...	4,5	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,0	-5,4	-5,0	-3,8	-3,5	-3,5	-2,4
PMI de manufactures (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	51,5	49,6	49,2
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	16,7	...	20,1	14,8	7,9	...	7,7	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	9,7	...	17,0	22,9	18,7	...	13,3	...	...
Preu de l'habitatge	8,4	...	12,2	12,7	12,8	...	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	10,1	3,2	8,1	6,3	4,3	3,2	3,2	3,2	...
PMI de serveis (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	55,6	57,1	53,5
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	1,8	4,3	3,4	5,1	4,5	4,3	6,0	2,9	...
Matriculacions d'automòbils	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	12,9	-2,2	1,1
Indicador de sentiment econòmic (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,7	104,4	104,9	104,5	106,2
Mercat de treball									
Població ocupada ²	2,2	2,6	2,4	2,7	2,6	2,8	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	11,3	10,5	11,4	10,3	10,5	9,9	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social ³	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4	2,5	2,4	2,3
PIB	3,5	2,8	3,0	2,8	2,7	2,6	...	...	...

Preus

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
General	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	3,0	2,9	2,4
Subjacent	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6

Sector exterior

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,2	...	3,3	2,0	0,8	...	0,8	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,1	...	4,2	4,1	4,6	...	4,5	...	...
Saldo corrent	50,7	...	47,8	48,6	48,7	...	48,7	...	...
Béns i serveis	66,3	...	63,5	63,7	62,1	...	62,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	-15,7	...	-15,7	-15,1	-13,4	...	-13,4	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	68,7	...	66,6	67,6	67,1	...	67,4	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers⁴

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	5,1	4,7	4,6	3,9	4,9	4,7	4,7	4,7	...
A la vista i preavis	2,0	6,6	3,1	5,0	7,2	6,6	7,0	6,6	...
A termini i cessions temporals (repo)	23,5	-4,5	12,6	-1,5	-6,6	-4,5	-6,6	-4,5	...
Dipòsits d'AP ⁵	23,1	4,9	24,4	25,5	7,2	4,9	1,4	4,9	...
TOTAL	6,3	4,8	5,9	5,4	5,1	4,8	4,4	4,8	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	3,4	1,7	2,6	2,8	3,4	3,1	3,4	...
Empreses no financeres	0,4	2,9	1,6	2,5	2,3	2,9	2,5	2,9	...
Llars - habitatges	0,3	3,5	1,4	2,3	2,9	3,5	3,1	3,5	...
Llars - altres finalitats	2,3	4,5	3,1	-261,4	-278,2	4,5	4,5	4,5	...
Administracions públiques	-2,6	10,7	-0,3	5,3	12,9	10,7	12,3	10,7	...
TOTAL	0,5	3,9	1,6	2,7	3,4	3,9	3,7	3,9	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,3	...	3,2	3,0	2,9	...	2,8	...	...

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

Fons: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, la Comissió Europea, el Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.

Portugal: 2025 amb més ocupació i amb un creixement robust

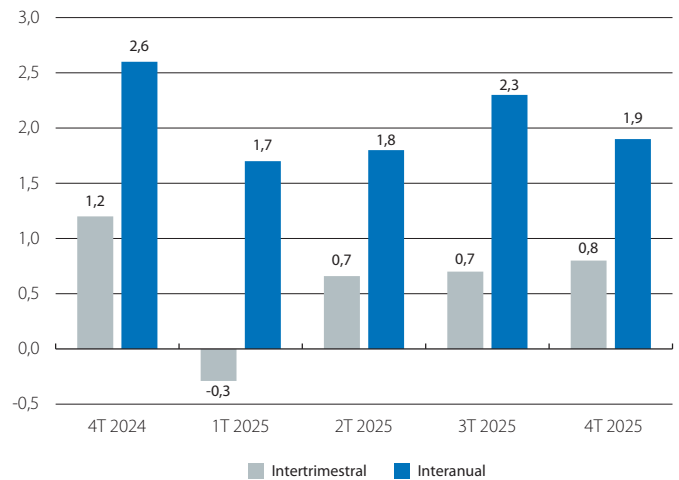
En el 4T 2025, el PIB va créixer el 0,8% intertrimestral, la qual cosa va situar el creixement anual del 2025 en l'1,9%. El comportament trimestral va reflectir una contribució negativa de la demanda interna associada a una forta caiguda de la inversió. Els canvis fiscals anunciats per al 2026 podrien haver comportat l'ajornament de decisions d'inversió, en especial al sector de la construcció. Per la seva banda, la contribució de la demanda externa va ser positiva a causa de la reducció de les importacions. El comportament de l'activitat, millor del que s'esperava, i l'acceleració observada en el tram final de l'any impliquen que els riscos per a la nostra previsió del creixement del PIB per al 2026 (el 2,0%) es troben esbiaixats a l'alça. L'efecte arrossegament s'ha reforçat en un context en què prevalen diversos factors que haurien d'estimular l'economia al llarg de l'any, com una acceleració de la inversió, afavorida per l'execució dels fons NGEU i per unes condicions financeres favorables, i la robustesa del mercat laboral. La demanda externa continuarà restant força al creixement, atesa l'elevada intensitat importadora de la demanda interna i l'alta incertesa a nivell global. Així mateix, les dades disponibles del gener apunten a una economia en expansió. L'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea es manté per damunt dels 100 punts, malgrat la caiguda fins als 104,2 punts al gener (vs. 107,2 al desembre).

El mercat laboral tanca l'any amb un resultat brillant. L'ocupació va créixer el 3,7% interanual en el 4T i va situar el creixement anual en el 3,2%, un nivell pròxim al registrat el 2022. El sector terciari va ser el principal motor d'aquest creixement, amb el paper destacat de les activitats de salut humana i suport social i de l'allotjament i la restauració. A més a més, va destacar també la creació d'ocupació més estable, amb un augment dels contractes indefinits superior als altres tipus de contracte. La taxa d'atur es va mantenir inalterada en el 4T (en el 5,8%) i va situar la mitjana anual en el 6,0% el 2025.

La inflació entra en el 2026 per sota del 2%. La taxa de variació interanual de l'IPC del gener es va situar en l'1,9% (vs. el 2,2% del desembre), mentre que la inflació subjacent va recular a l'1,8% (vs. el 2,1% del desembre). L'apreciació de l'euro enfront del dòlar i l'estabilitat dels preus de l'energia haurien de contribuir a aquest procés de desinflació gradual, tot i que un nou tensionament de les relacions comercials i dels riscos geopolítics es mantenen com a riscos a l'alça.

Els comptes públics i el turisme tanquen bé l'any. L'execució pressupostària fins al desembre va revelar un superàvit del 0,4% del PIB en comptabilitat pública (en relació amb el 0,1% del 2024), per damunt de l'estimació del Govern, del -0,3%. L'augment dels ingressos (el +7,6%) es va situar per damunt del creixement de la despesa (el +6,9%). En particular, la despesa va quedar gairebé 2.300 milions d'euros per sota del que es preveia, amb el paper destacat, en especial, de la inversió pública (-1.750 milions d'euros). Per la seva banda, l'any turístic del 2025 va marcar nous màxims en hostes, en pernoctacions i en ingressos. El creixement en les mètriques d'hostes i de pernoctacions es va basar, sobretot, en el turisme de residents (el 4,7% i el 5,4%, respectivament) i va ser més moderat en els no residents.

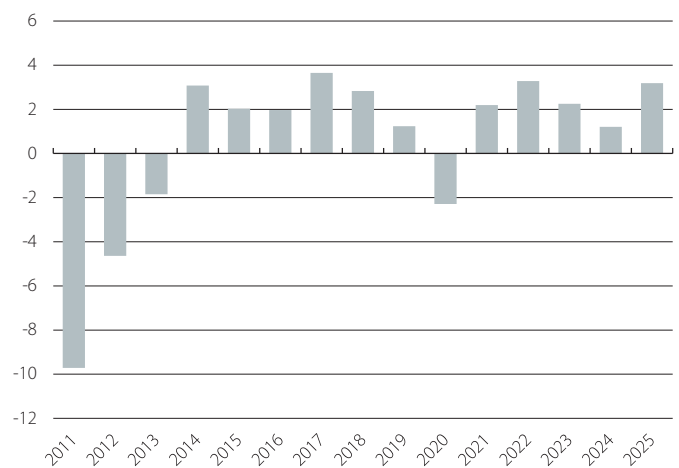
Portugal: PIB (%)



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

Portugal: població ocupada

Variació anual (%)

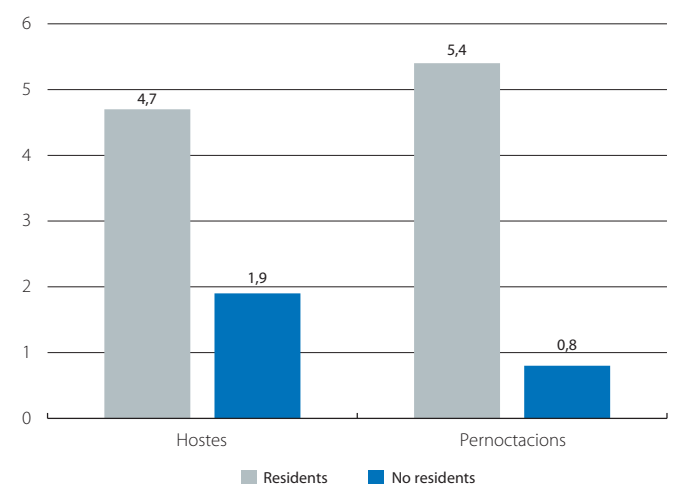


Nota: Dades no ajustades per estacionalitat.

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

Portugal: indicadors de turisme el 2025

Variació anual (%)



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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Índex coincident d'activitat	2,0	1,9	1,8	1,8	2,0	2,1	2,1	2,2	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	0,6	-2,3	1,2	2,8	0,8	0,3	2,3	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,2	-4,0	-5,1	-4,8	-3,4	-2,8	-2,6	-2,0	-1,4
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,5	...	39,8	19,4	55,0	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges	14,5	...	25,0	15,5	3,8	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	8,5	17,4	15,8	17,4	18,2	18,4	18,4	19,1	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	6,3	1,9	4,6	4,0	2,6	1,9	2,1	1,9	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	5,6	10,1	12,5	6,6	12,9	8,4	7,8	6,6	4,7
Consum									
Vendes comerç al detall	3,3	4,8	4,5	4,8	5,4	4,6	6,5	3,1	...
Indicador coincident del consum privat	2,8	3,4	3,7	3,4	3,1	3,1	3,1	3,2	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-18,0	-16,2	-15,5	-17,9	-16,2	-15,2	-15,2	-14,5	-14,7
Mercat de treball									
Població ocupada	1,2	3,2	2,4	2,9	3,7	3,7	3,7	3,6	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,4	6,0	6,6	5,9	5,8	5,8	5,7	5,6	...
PIB	2,1	1,9	1,7	1,8	2,4	1,9	-	-	-

Preus

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
General	2,4	2,3	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	2,2	1,9
Subjacent	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,1	2,0	2,1	1,8

Sector exterior

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	...	5,3	4,2	2,1	...	0,4	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	...	5,4	7,0	6,6	...	4,4	...	...
Saldo corrent	6,0	...	4,2	3,7	3,8	...	4,1	...	...
Béns i serveis	6,5	...	5,2	4,5	4,4	...	4,7	...	...
Rendes primàries i secundàries	-0,6	...	-0,9	-0,9	-0,6	...	-0,6	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	9,1	...	7,5	7,1	7,6	...	7,9	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	5,6	6,5	5,4	6,3	5,6	5,9	5,6	...
A la vista i estalvi	-0,3	8,2	5,0	5,1	8,6	8,2	7,9	8,2	...
A termini i preavis	15,3	3,2	7,8	5,8	4,3	3,2	4,1	3,2	...
Dipòsits d'AP	26,7	28,7	29,3	39,6	-0,5	28,7	16,9	28,7	...
TOTAL	7,9	6,1	7,1	6,4	6,1	6,1	6,2	6,1	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,9	6,7	3,3	4,9	5,8	6,7	6,5	6,7	...
Empreses no financeres	-1,0	2,9	0,1	2,2	2,4	2,9	2,8	2,9	...
Llars - habitatges	3,0	9,4	4,9	6,4	8,0	9,4	8,9	9,4	...
Llars - altres finalitats	5,4	7,1	5,7	6,6	6,9	7,1	7,1	7,1	...
Administracions públiques	0,6	6,4	-8,0	3,8	4,8	6,4	5,3	6,4	...
TOTAL	1,9	6,7	2,9	4,9	5,8	6,7	6,4	6,7	...
Taxa de morositat (%)²	2,4	...	2,3	2,3	2,3	...	-	-	-

Notes: 1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.

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

Et recomanem:

Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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



Monitor de consum

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



Flash de divises

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



Informe Sectorial Turisme 1S 2026

El sector turístic espanyol afronta el 2026 amb unes bases sòlides i amb unes perspectives favorables, després de la normalització del creixement postpandèmia. El 2025, Espanya va reafirmar el seu lideratge internacional, ja que va rebre 97 milions de turistes estrangers i va assolir una despesa turística rècord de 135.000 milions d'euros, i es va consolidar com la segona potència mundial del sector. El PIB turístic va créixer el 2,7% i es preveu que mantingui un avanç anual sostingut al voltant del 2,5%-2,7% els propers anys.



Observatori Sectorial 2S 2025

L'economia espanyola passa per una fase d'expansió sòlida i transversal, amb un creixement equilibrat entre sectors i una notable resiliència davant d'un context internacional complex. A més a més, la reducció de la temporalitat laboral i el bon moment de la indústria manufacturera, en part gràcies a l'avantatge competitiu energètic respecte a Europa, són vents a favor de l'actual dinamisme sectorial.



Informe Sectorial Agroalimentari 2025

El sector agroalimentari espanyol presenta el 2025 un marcat to expansiu i consolida la senda de creixement iniciada a mitjan 2023, després de superar els desafiaments derivats de la guerra a Ucraïna i una prolongada sequera. La contenció dels costos de producció, la millora de les condicions meteorològiques i el repunt de la demanda estan afavorint un increment sostingut tant de la producció com de les exportacions, que ja se situen en nivells prepandèmia.



Segueix-nos a:



www.caixabankresearch.com



Newsletter



CaixaBank



Pòdcast

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i BPI Research (UEEF) que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i BPI no es fan responsables en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank i BPI i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia. Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

© CaixaBank, S.A., 2026

© Banco BPI, 2026

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

