

Economia internacional

La guerra a l'Iran amenaça l'estabilitat energètica i complica les perspectives econòmiques. L'atac dels EUA a l'Iran ha augmentat significativament la inestabilitat geopolítica i la incertesa econòmica. L'impacte dependrà de la durada del conflicte i de l'abast geogràfic de les tensions. La resposta de l'Iran –que ha ampliat el radi del conflicte, tancat *de facto* el flux marítim a Ormuz i amenaçant infraestructures crítiques de països veïns– està provocant una escalada de les tensions a curt termini. Està per veure durant quants dies pot sostenir aquesta resposta i quin és l'enfocament del nou nucli dirigent (i, en particular, del successor de Khamenei).

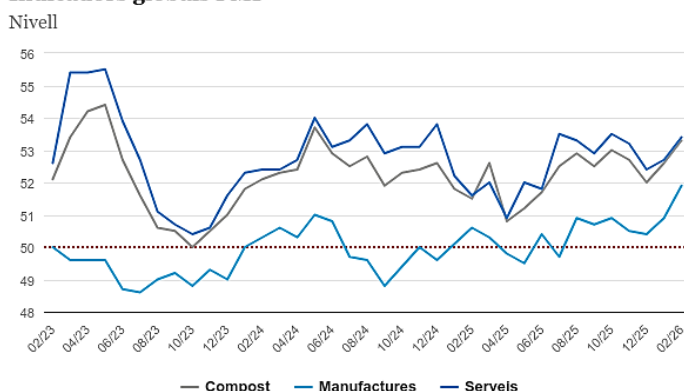
L'Iran és el quart major productor de cru de l'OPEP (amb 3,3 milions barrils al dia, mbd, i un 3,3% de la producció mundial). L'OPEP ha anunciat augments de producció a partir de l'abril (+206 mbd), però l'Iran té el control estratègic de l'estret d'Ormuz, per on passen més del 20% dels fluxos comercials marítims d'energia mundial: el 25% del petroli i el 20% del GNL. A més, el 80% del petroli i del GNL que passa per Ormuz es destina a Àsia.

Si es manté la tensió de preus de l'energia que recullen els futurs (una prima de risc a curt termini, però de tornada a cotitzacions preconflicte en uns 12 mesos), el creixement a Espanya s'afebliria entre 0,1 p. p. i 0,2 p. p. el 2026 i a la zona de l'euro podria ser d'entre 0,3 p. p. i 0,4 p. p. No obstant això, gràcies a les existències d'energia acumulades (sobretot en cru) i a unes expectatives d'inflació que, de moment, continuen fixades, no hi hauria canvis en l'escenari monetari a mitjà termini. De fet, la inflació de la zona de l'euro repuntaria, temporalment, al voltant de 0,4 p. p. el 2026, però això no alteraria l'estratègia d'un BCE que se sent còmode amb el *depo* al 2,00%.

No obstant això, un escenari de preus energètics més elevats de manera més persistent amenaçaria amb disruptions més significatives i efectes indirectes sobre la inflació que podrien pressionar a l'alça les expectatives. En aquest escenari, seria probable un to més *hawkish* per part de la Fed i el BCE, amb pujades de tipus que s'afegirien al llast exercit per les disruptions d'oferta sobre l'activitat (vegeu la [Nota Breve](#)).

L'activitat econòmica global s'accelerava abans de l'esclat del conflicte a l'Orient Mitjà. El PMI manufacturer global va pujar al febrer 1,0 punts fins a 51,9 (50 és el llindar que indica creixements positius) màxim des de mitjan 2022. El dinamisme del sector manufacturer es va concentrar sobretot a l'Àsia, destacant països com l'Índia i els ASEAN, amb els països europeus avançant, però a un menor ritme. D'altra banda, es va observar una desacceleració als EUA i un estancament al Canadà. Per part seva, a la Xina els PMI suggereixen una acceleració de l'activitat tant en manufactures com, sobretot, en serveis, on s'aconsegueixen màxims des de la reobertura postpandèmia. En general, els PMI de febrer mostraven un inici d'any bastant sòlid en activitat, però caldrà esperar a veure com impactarà la guerra amb l'Iran.

Indicadors globals PMI



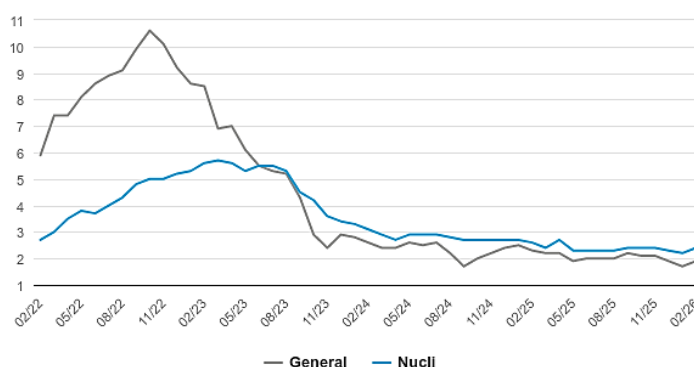
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.

La inflació de la zona de l'euro roman a l'objectiu, amb la mirada sobre el conflicte de l'Orient Mitjà. La inflació general de la zona de l'euro va pujar a l'1,9% interanual al febrer (+0,2 p. p. respecte al gener), mentre que la nucli va repuntar al 2,4% (+0,2 p. p.), per sobre del que s'esperava en tots dos casos. Darrere d'aquest repunt es troba el rebot de la inflació de béns industrials no energètics i de serveis. Aquestes dades no modificarien l'actitud del BCE d'«esperar i veure», però cal vigilar l'evolució del conflicte amb l'Iran i l'encariment mostrat pels preus de l'energia els últims dies.

Els futurs d'energia cotitzen avui uns preus força més elevats que fa un mes, i que impulsarien la inflació a curt termini una mica per sobre de l'objectiu del BCE, però apunten a un xoc temporal que no afectaria unes expectatives d'inflació fixades en el 2% (vegeu la [Nota Breve](#)).

Zona de l'euro: IPCA

Variació interanual (%)



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

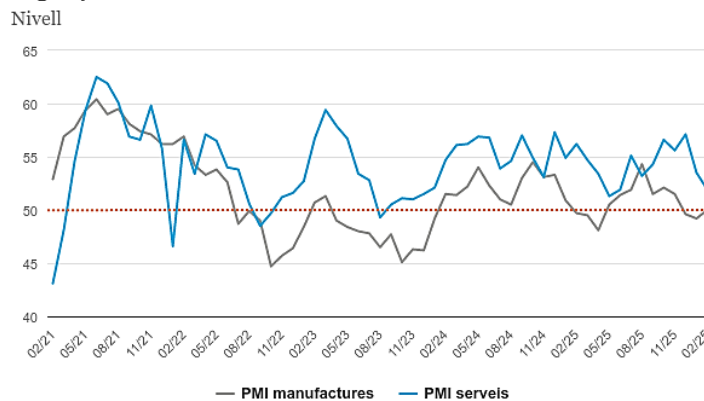
Inici d'any dinàmic per a l'activitat nord-americana i amb senyals de millora al mercat de treball. Les dades del febrer apunten al fet que l'activitat als EUA manté un to sòlid. L'ISM manufacturer es va mantenir pràcticament estable en els 52,4, en zona expansiva per segon mes consecutiu. El repunt dels preus pagats mostrava una certa pressió en costos, però la resta dels components continua alineat amb una millora gradual del sector. L'ISM de serveis va mostrar un avanç encara més marcat, repuntant de 53,8 a 56,1, màxim des del 2022. També van ser positives les dades d'ocupació privada de l'enquesta d'ADP, que mostren un increment de 63.000 llocs de treball al febrer, màxim des del juliol. Quedem ara a l'espera de l'informe oficial d'ocupació (BLS) que es publicarà al tancament d'aquesta publicació. Finalment, els missatges del *Beige Book* de la Fed van oferir un diagnòstic similar de l'activitat al febrer, descrita com creixent a un ritme de lleuger a moderat, amb ocupació estable i preus encara a l'alça, però de forma més continguda.

Els emergents tanquen l'any 2025 mostrant robustesa, malgrat unes dinàmiques disperses. Al Brasil, el PIB va créixer en el 4T un 0,1% intertrimestral i va mantenir l'avanç interanual en l'1,8%. Amb aquesta dada, el creixement mitjà el 2025 es va situar en el 2,3%. A Turquia, el PIB va mostrar un cert alentiment en termes interanuals (3,4% vs. 3,8%) i va situar l'augment de l'economia en un 3,6% el 2025. Finalment, a l'Índia el creixement interanual es va frenar significativament (7,8% vs. 8,4%), si bé de mitjana el 2025 es van mantenir ritmes superiors al 7,0%. De cara al 2026, les perspectives de creixement per a les tres economies continuen sent robustes, tot i que l'encariment dels preus de matèries primeres eleva el risc que els bancs centrals optin per polítiques monetàries més prudents al llarg dels pròxims mesos.

Economia espanyola

Els indicadors d'activitat mostren senyals mixtos al febrer. El PMI manufacturer va repuntar lleugerament, passant de 49,2 a 50 punts, amb la qual cosa se situa al llindar que marca expansió (50 punts) i apunta a una possible estabilització del sector industrial. En contrast, el PMI de serveis va tornar a moderar-se per segon mes consecutiu fins als 51,9 punts, fet que reflecteix una desacceleració del creixement. Per part seva, la producció industrial va caure un 0,4% intermensual al gener, prolongant la feblesa de finals de l'any passat. En termes interanuals, l'avanç va ser mínim (0,3%), amb descensos en béns de consum i intermedis, compensats parcialment pels augments en béns d'equipament i energia.

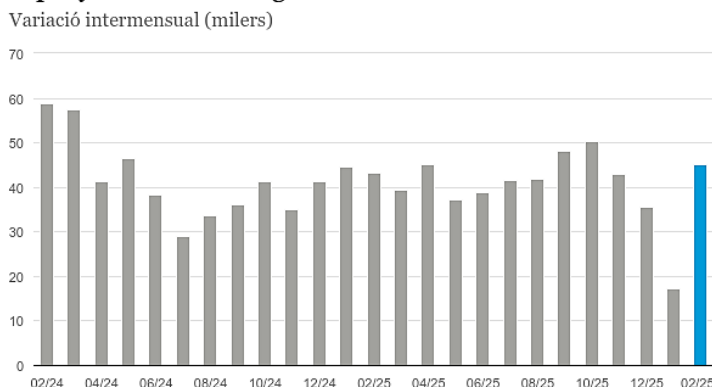
Espanya: indicadors d'activitat



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

El mercat laboral reprèn ritmes dinàmics de creixement després d'un inici d'any feble. El creixement dels afiliats al febrer es va situar en 97.000, un valor similar a la mitjana dels febrers del període 2023-2025. L'augment en termes desestacionalitzats de 45.000 afiliats també se situa en nivells semblants als del 4T. En els dos primers mesos de l'any, el ritme mitjà de creació d'ocupació, en termes desestacionalitzats, s'ha situat al voltant dels 31.000 afiliats mensuals. Si aquesta dinàmica es mantingués al llarg de l'any, les noves altes el 2026 assolirien aproximadament les 375.000, un registre lleugerament inferior al previst al nostre escenari central. D'altra banda, l'atur registrat va augmentar quan el més habitual aquest mes és que es redueixi lleugerament (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: afiliats a la Seguretat Social*



Nota: *Sèrie desestacionalitzada.

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

El turisme internacional comença l'any amb un creixement sòlid. Al gener, les arribades i la despesa turística internacional van avançar un 1,2% i un 9,3% interanual, respectivament. La dada d'arribades se situa per sota de l'avanç del 6,1% registrat al gener del 2025, mentre que la despesa turística creix en línia amb el 9,1% anotat aleshores. Preveiem que el creixement del PIB turístic s'alenteixi lleugerament, del 2,7% el 2025 al 2,1% el 2026.

Persisteixen les tensions en els preus de l'habitatge. L'índex de preus de transacció de l'habitatge de l'INE va augmentar un 1,8% intertrimestral en el 4T 2025, la taxa més moderada de l'any, mentre que el creixement interanual va repuntar lleugerament, 1 dècima, fins al 12,9%. D'aquesta manera, en el conjunt del 2025 els preus es van incrementar un 12,7%, accelerant-se amb força respecte al 8,4% registrat l'any anterior. La revaloració va ser més intensa en l'habitatge usat (12,9%) que en l'habitatge nou (11,3%). Per comunitats autònomes, totes presenten taxes interanuals de dos dígitos en el 4T 2025, tot i que no en tots els casos s'observa una acceleració: Canàries, Múrcia i Catalunya van registrar un creixement inferior al del trimestre previ; per contra, les acceleracions més elevades es van concentrar en mercats residencials tradicionalment més modestos, com Castella-la Manxa, Cantàbria i Extremadura, entre d'altres.

El nou crèdit a llars i empreses modera el ritme de creixement al gener, després d'un 2025 excepcionalment dinàmic. En llars, el volum concedit se situa prop dels 10.600 milions d'euros, amb un augment del 6,1% interanual, impulsat per la bona evolució del crèdit per a habitatge (+4,3%) i del destinat al consum (+10,0%). En empreses, el nou finançament (sense renegociacions) supera els 33.900 milions, després de créixer un 12,6% interanual, esperonat pels préstecs més elevats.

Mercats financers

El conflicte a l'Orient Mitjà dicta el comportament dels mercats financers. L'atac dels EUA i Israel a l'Iran ha donat peu a ajustos significatius en els actius de risc des de començaments de setmana, afavorint els considerats com a «refugi» i disparant la cotització de l'energia. De fet, el preu del cru ha pujat durant la setmana gairebé un 20% i el barril de Brent s'instal·la per sobre dels 84 dòlars, màxim des de l'agost del 2024. El gas natural TFF, per part seva, puja durant la setmana gairebé un 60%, fins al voltant dels 50 euros per MWh, marcant màxims des del febrer del 2024. Els futurs per al cru i el gas, a més, descompten avui preus un 10% i un 45% més elevats per al conjunt del 2026 del que es cotitzava abans del conflicte, la qual cosa fa témer repunts de la inflació a curt termini. Aquests majors temors sobre la inflació han condicionat el repunt de les TIR del deute sobirà en tots els terminis, tant en les corbes europees com en la nord-americana, i han inclinat els mercats de futurs cap a un to més restrictiu, elevant la probabilitat d'una nova pujada del BCE i reduint la de que la Fed pugui executar dues retallades. A més, la pujada dels preus de l'energia, per l'impacte negatiu que pot tenir en el creixement de la zona de l'euro, està castigant la cotització de l'euro, que perd durant la setmana gairebé un 1,5% del seu valor amb el dòlar fins a creuaments al voltant d'1,16 dòlars/euro, mínims des de finals del 2025; mentre que amb la lliura perd un 0,8%, fins a creuaments de 0,87 lliures/euro. Les borses han mostrat una setmana d'elevada volatilitat amb un balanç durant la setmana clarament negatiu i un pitjor acompliment relatiu a la zona de l'euro i l'Àsia enfront dels EUA.

El sentiment del BCE bascula al voltant del 2%. El BCE manté una política monetària neutral (tipus *depo* en el 2,00%) des del juny del 2025, recolzat en una inflació fixada en el 2% a mitjà termini, però amb un mapa de riscos exigent i que afavoreix una presa de decisions «reunió a reunió» i sense «hipercalibrar» la política monetària a cada petita variació en les dades. En aquest context, les actes de l'última reunió del BCE (5 de febrer) van mostrar un to una mica més *dovish* en ressaltar la preocupació per la possibilitat que la inflació acabi assentant-se per sota de l'objectiu. Els mercats, que fa unes setmanes compartien aquest biaix *dovish*, han canviat el to arran de la recrudescència del conflicte a l'Orient Mitjà i el notable estrès que pateixen els preus energètics des del cap de setmana passat. Així, les últimes cotitzacions de mercats mantenien la previsió central d'un tipus d'interès *depo* estable en el 2,00% al llarg del 2026, però redirigien el balanç de riscos cap al costat *hawkish*, amb els mercats monetaris donant una probabilitat pròxima al 50% al fet que el *depo* pugui pujar fins al 2,25% cap a finals d'any. En aquest sentit, en una entrevista recent, l'economista en cap del BCE, Philip Lane, destacava que el conflicte a l'Orient Mitjà és un dels principals riscos que estan monitorant. La lectura de Lane és que el conflicte posa pressió a l'alça sobre la inflació i afebleix l'activitat econòmica a la zona de l'euro, si bé també va remarcar que la magnitud d'aquests efectes (i, per tant, les seves implicacions) dependrà de la profunditat i la persistència del conflicte.

		5-3-26	27-2-26	Var. setmanal	Acumulat 2026	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	2,05	2,01	3	2	-47
	EUA (Libor)	3,67	3,67	+0	2	-62
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	2,32	2,22	+9	7	-13
	EUA (Libor)	3,51	3,47	+4	9	-49
Tipus 2 anys	Alemanya	2,24	2,00	+24	12	-1
	EUA	3,58	3,37	+21	11	-38
Tipus 10 anys	Alemanya	2,84	2,64	20	-2	1
	EUA	4,14	3,94	20	-3	-14
	Espanya	3,30	3,06	24	1	-15
	Portugal	3,23	3,00	23	8	-12
Prima de risc (10 anys)	Espanya	46	42	4	3	-16
	Portugal	39	36	3	9	-13
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		6.831	6.879	-0,7%	-0,2%	19,0%
Euro Stoxx 50		5.783	6.138	-5,8%	-0,1%	4,8%
IBEX 35		17.245	18.361	-6,1%	-0,6%	30,3%
PSI 20		8.932	9.276	-3,7%	8,1%	33,5%
MSCI emergents		1.504	1.611	-6,7%	7,1%	32,9%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,161	1,181	-1,7%	-1,2%	7,6%
EUR/GBP	lliures per euro	0,869	0,876	-0,8%	-0,3%	3,8%
USD/CNY	yuan per dòlar	6,911	6,862	0,7%	-1,1%	-4,6%
USD/MXN	peso per dòlar	17,722	17,227	2,9%	-1,6%	-12,7%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		126,8	121,7	4,2%	15,6%	21,4%
Brent a un mes		85,4	72,5	17,8%	40,4%	23,0%
Gas n. a un mes		50,7	32,0	58,7%	80,1%	32,7%

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

Dades previstes del 9 al 15 de març del 2026

Data	País	Indicador	Període	Previsió	Última dada
9	 Alemanya	Producció industrial (interanual)	Gener	-	-0,6%
	 Xina	IPC	Febrer	-	0,2%
11	 Espanya	Vendes al detall (interanual)	Gener	-	2,9%
	 Espanya	Vendes, ocupació i salaris GE	Gener	-	-
	 Espanya	Preus habitatge del M. de Foment	4T	-	-
	 Alemanya	IPC (interanual)	Febrer	-	1,9%
	 EUA	IPC (interanual)	Febrer	2,4%	2,4%
12	 Zona euro	Observatori del BCE	Març	-	-
	 EUA	Observatori del FOMC	Març	-	-
13	 Espanya	IPC (interanual)	Febrer	-	2,3%
	 Zona euro	Producció industrial (interanual)	Gener	-	1,2%
	 Itàlia	Producció industrial (interanual)	Gener	-	3,2%
	 França	IPC (interanual)	Febrer	-	1,0%
	 EUA	JOLTS	Gener	-	-

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