

INFORME MENSUAL
NÚMERO 509 | MARÇ 2026

ECONOMIES I MERCATS
INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

L'entorn macrofinancer rere l'escenari econòmic

ECONOMIA INTERNACIONAL

Què esperar de l'economia internacional el 2026

10 preguntes sobre el dictamen aranzelari del Tribunal Suprem dels EUA

El Japó, a l'alba d'un nou cicle: tensions fiscals i normalització monetària al país del sol naixent

ECONOMIA ESPANYOLA

L'economia espanyola el 2026

El sector exterior espanyol va sorprendre positivament el 2025

Les exportacions espanyoles davant els desafiaments per a la seva competitivitat

INFORME MENSUAL**Març 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/>[estudios-mercados/research](https://www.bancobpi.pt/estudios-mercados/research)deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

9 de març de 2026

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS**9 *L'entorn macrofinancer rere l'escenari econòmic***13 ECONOMIA INTERNACIONAL**15 *Què esperar de l'economia internacional el 2026*

Rita Sánchez Soliva

17 *10 preguntes sobre el dictamen aranzelari del Tribunal Suprem dels EUA*

David Martínez Turégano

18 *El Japó, a l'alba d'un nou cicle: tensions fiscals i normalització monetària al país del sol naixent*

Luís Pinheiro de Matos i Manuel Carrera Moreno

22 ECONOMIA ESPANYOLA24 *L'economia espanyola el 2026*

Oriol Carreras Baquer

26 *El sector exterior espanyol va sorprendre positivament el 2025*

Sergio Díaz Valverde

28 *Les exportacions espanyoles davant els desafiaments per a la seva competitivitat*

Catalina Becu

31 ECONOMIA PORTUGUESA

Geopolítica i aranzels: un nou gir per a la resiliència econòmica

Després d'un mes de gener amb emocions diverses (Veneçuela, Groenlàndia, etc.), el primer trimestre de l'any tancarà amb nous canvis en l'escenari aranzelari, després de la decisió del Tribunal Suprem dels EUA d'invalidar la via legal utilitzada per l'Administració Trump per redissenar una bona part del marc tarifari i, sobretot, amb la intensificació de les tensions al Pròxim Orient amb l'inici del conflicte bèl·lic a l'Iran. Un nou gir en l'escenari geopolític que tornarà a posar a prova la resiliència mostrada pel cicle d'activitat en els últims anys, en afrontar, a curt termini, un augment dels preus energètics i de la incertesa.

Tenint en compte la importància del país persa com a productor de petroli (3,3 milions de barrils diaris) i la seva capacitat tant de limitar el trànsit marítim a través de l'estret d'Ormuz, per on transita el 20% del transport marítim de petroli i de gas, com de danyar la infraestructura energètica regional, les respostes immediates dels mercats han reflectit la preocupació dels inversors pels efectes econòmics i financers d'un nou «xoc d'oferta». Les pujades dels preus del petroli en la primera setmana de les hostilitats i, en especial, del gas natural posen de manifest la sensibilitat i la capacitat disruptiva del canal energètic, malgrat la folgança existent al mercat abans de l'inici del conflicte. Una segona derivada és la interacció del xoc energètic amb el canal comercial, perquè el desviament obligat de les rutes marítimes pel cap de Bona Esperança i l'augment del preu de les assegurances (12 vegades més en el cas dels petroliers que creuen l'estret d'Ormuz) redundaran en un increment dels costos de transport i en noves distorsions en les cadenes de valor, ja tocades per la remor aranzelària i per la fragmentació del comerç. En una conjuntura en què l'augment generalitzat de la incertesa es pot traslladar al canal financer, sobretot si tenim en compte la presència de valoracions ajustades en determinats segments del mercat i la rotació que s'estava produint en els valors relacionats amb la IA.

En aquest context desafiador, les claus a curt termini són quatre: (i) durada del conflicte i, per tant, de les tensions al mercat energètic; (ii) estratègia del nou nucli dirigent iranià i possibilitat que els EUA impulsin una solució semblant a la de Veneçuela (amb les eleccions al Congrés nord-americà molt a la vora); (iii) capacitat de l'Iran de danyar estructuralment la infraestructura energètica de la regió, de mantenir les interrupcions a l'estret d'Ormuz (*tanker war*) i d'estendre el conflicte atesa la delicada situació econòmica del país, i (iv) respostes de les autoritats monetàries per aïllar el canal financer d'un potencial augment de la incertesa i de les expectatives d'inflació.

La variable temps és la clau, perquè delimitarà la frontera entre un xoc d'oferta controlat i un escenari d'estagflació global. Els futurs cotitzats en la setmana posterior a l'inici dels atacs aeris per al petroli i per al gas natural anticipaven un xoc moderat d'oferta. Amb aquest canvi en les hipòtesis de partida, l'escenari de creixement per a la zona de l'euro i per a Espanya podria ser alguna dècima inferior al nivell estimat amb anterioritat, mentre que la inflació experimentaria un repunt temporal d'algunes dècimes que no alteraria en excés l'estratègia del BCE. Per tant, una incidència assumible pel cicle d'activitat, tenint en compte la resiliència mostrada en els últims anys i la reducció estructural de la intensitat energètica en la producció. A partir d'aquí, la situació es complicaria en un escenari de persistència de preus més elevats (petroli per damunt dels 100 dòlars durant diversos mesos), amb riscos de pressions a l'alça sobre les expectatives d'inflació. En aquest context, veuríem pujades de tipus d'interès, que, unides als efectes negatius sobre la renda, ens durien a una situació pròxima a l'estagflació, amb distorsions en els fluxos de capital, augments de les primes de risc i enduriment generalitzat de les condicions financeres.

Per tant, per enèsima vegada en els últims anys, es posa de manifest la fragilitat dels escenaris econòmics i financers davant les sacsejades del risc geopolític. Una realitat amb què hauré de conviure a partir d'ara. Reflex d'un món neowestfalià, amb una rivalitat creixent entre grans potències, amb proteccionisme, amb divisió en blocs hegemònics i amb escassa articulació multilateral. Les recomanacions per mitigar els danys en aquest marc complex no van gaire més enllà del que dicta el sentit comú: enfortir els balanços, diversificar les carteres, augmentar la flexibilitat i els graus de llibertat en la gestió, crear tallafores amb capacitat d'absorbir pèrdues i no sobrereaccionar enmig del soroll de l'actualitat diària. Més fàcil dir-ho que fer-ho.

José Ramón Díez
Març 2026

Cronologia

FEBRER 2026

- 20 El Tribunal Suprem dels EUA invalida els aranzels anunciats sota la IEEPA.
- 28 Els EUA i Israel llancen un atac coordinat contra l'Iran en què mor Ali Khamenei.

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.

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.

Agenda

MARÇ 2026

- 3 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (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 (gener i 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).

ABRIL 2026

- 1 Espanya: taxa d'estalvi de les llars (4T).
- 6 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
- 9 Portugal: xifres de negocis a la indústria (febrer).
Portugal: comerç internacional (febrer).
- 10 Espanya: comptes financers (4T).
- 17 Xina: PIB (1T).
- 24 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (febrer).
- 28 Espanya: enquesta de població activa (1T).
Portugal: cartera de crèdit bancari (març).
- 28-29 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 29 Espanya: avanç de l'IPC (abril).
Portugal: ocupació i atur (març).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (abril).
- 30 Espanya: avanç del PIB (1T).
Portugal: avanç del PIB (1T).
Portugal: avanç de l'IPC (abril).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
Zona de l'euro: PIB (1T).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (abril).
EUA: PIB (1T).

L'economia espanyola davant l'esclat de la guerra al Pròxim Orient

L'esclat de la guerra al Pròxim Orient ha tornat a disparar la incertesa global. Com ha succeït de manera recurrent en els últims anys, ens trobem de nou en un context en què resulta molt difícil realitzar previsions fiables. Va succeir durant la pandèmia, també després de la invasió russa d'Ucraïna i, més recentment, quan Donald Trump va iniciar la batalla aranzelària. Malgrat que la naturalesa de cada xoc i els canals de transmissió han estat diferents, la sensació de caminar cap a un futur incert es repeteix. Una vegada més, toca reavaluar la posició de l'economia espanyola i analitzar-ne les fortaleeses i les vulnerabilitats davant els canals pels quals es podria propagar aquest nou xoc.

El punt de partida de l'economia espanyola és relativament positiu. L'any 2025 es va tancar amb un creixement dinàmic, superior al previst i al registrat per la majoria de les economies avançades. En els primers compassos del 2026, els indicadors d'activitat han mostrat un cert afebliment, a causa, en part, del mal temps que ha afectat diverses comunitats autònomes. Així i tot, l'activitat manté un pols globalment sòlid i disposa de prou bases per continuar creixent. L'escenari de previsions de CaixaBank Research apunta a un avanç del 2,4% enguany. No obstant això, l'esclat de la guerra ha incrementat de manera significativa els riscos a la baixa. La possible desviació de la xifra prevista dependrà de la durada i de la intensitat del conflicte, del seu abast geogràfic i de l'eventual dany estructural a les infraestructures energètiques dels països del golf. En funció d'aquests factors, el repunt dels preus energètics serà més o menys intens i durador, i els fluxos comercials, les condicions financeres i la confiança es veuran afectats en major o en menor mesura.

En aquest sentit, convé recordar que el pes de les importacions energètiques que arriben a Espanya a través de l'estret d'Ormuz és relativament baix: al voltant del 5% en el cas del petroli i una mica menys del 2% en el del gas. L'augment de la producció d'energia renovable i la diversificació de les importacions s'han convertit en actius valuosos en situacions de tensió com l'actual. Tot i que l'economia espanyola no hauria d'afrontar problemes de subministrament, sí que es veurà afectada per l'encariment energètic. Com a referència, un augment de 10 euros en el preu del petroli sol restar al voltant de 0,15 p. p. al creixement del PIB; en el cas del gas, la sensibilitat és una mica menor, pròxima a

0,10 p. p. Tenint en compte l'increment registrat fins a la data i la durada del repunt anticipat pels mercats el 9 de març, el creixement de l'economia espanyola encara es podria situar prop del 2,0%. No obstant això, l'impacte sectorial seria molt heterogeni: la indústria, més intensiva en energia, seria la més perjudicada; en canvi, pel que fa al turisme, la percepció de destinació segura podria compensar l'efecte del xoc sobre la demanda. Quant a la inflació, la moderació prevista fins al 2,4% en el conjunt de l'any podria no materialitzar-se i mantenir-se en nivells similars als del 2025, pròxims al 3%.

La conjuntura també convida a reavaluar la posició macrofinancera de l'economia espanyola. Si finalment s'intensifiquen les pressions inflacionistes, el BCE es veurà obligat a apujar els tipus d'interès, i les condicions financeres globals s'enduriran si la incertesa i l'aversion al risc es mantenen en nivells elevats. En aquest sentit, cal remarcar que Espanya afronta l'escenari des d'una posició més sòlida que uns anys enrere. El deute privat, tant de les llars com de les empreses, fa anys que s'està reduint i se situa clarament per sota de la mitjana de la zona de l'euro. El deute extern net també ha disminuït de manera sostinguda i intensa durant més d'una dècada, la qual cosa redueix la vulnerabilitat davant els canvis en el sentiment dels inversors internacionals. El deute públic, per la seva banda, també ha enfilat una senda descendent, tot i que la seva reducció és més gradual –amb prou feines 1 p. p. en l'últim any– i continua en nivells elevats, al voltant del 100% del PIB. Així i tot, la seva evolució ha estat més positiva que la d'altres economies avançades i ha contribuït a mantenir una prima de risc relativament baixa.

L'últim canal a través del qual es podria veure afectada l'economia espanyola és la confiança. Si les llars i les empreses, preocupades pel context geopolític, sobrereactionen i redueixen el consum i la inversió per motius de precaució, l'impacte del xoc seria significatiu. Aquest no hauria de ser el cas. L'economia espanyola ha iniciat l'any amb bon peu, manté una exposició comercial relativament reduïda als països del Pròxim Orient i es troba en una posició macrofinancera raonablement sòlida. Així i tot, pel bé de tots –i, en especial, dels homes i de les dones del Pròxim Orient–, esperem que la guerra acabi com més aviat millor.

Oriol Aspachs

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,00	3,00
SOFR 3 mesos	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,10	3,07
SOFR 12 mesos	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,10	2,78
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,50	3,75
Deute públic 10 anys	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,50	4,60
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,15	2,15
€STR	–	–0,54	0,52	3,06	1,93	1,94	1,97
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,00	2,03
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,04	2,06
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,12	2,11
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,23	2,18
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,04	2,00
Deute públic 10 anys	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	2,95	2,90
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	2,57	2,60
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	2,88	2,92
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,45	3,50
Prima de risc	11	164	90	68	45	50	60
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,17	2,17
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,62	2,64
Deute públic 10 anys	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,40	3,45
Prima de risc	19	314	81	46	31	45	55
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,20	1,20
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,87	0,90	0,90
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	66,0	64,8
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	55,0	54,0

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 2020-2023	2024	2025	2026	2027
CREIXEMENT DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,8	3,3	3,3	3,3	3,2
Països desenvolupats	2,7	1,5	1,7	1,8	1,7	1,9	1,7
Estats Units	2,7	1,8	2,4	2,8	2,2	2,6	2,0
Zona de l'euro	2,3	0,9	1,1	0,8	1,5	1,3	1,5
Alemanya	1,6	1,3	0,2	-0,5	0,3	1,0	1,4
França	2,3	1,0	0,9	1,1	0,9	1,0	1,2
Itàlia	1,5	-0,3	1,5	0,5	0,7	0,8	1,1
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	2,1	1,9
Espanya	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,4	2,0
Japó	1,4	0,4	0,1	-0,2	1,1	0,8	0,6
Regne Unit	2,8	1,3	1,0	1,1	1,3	0,7	1,4
Països emergents i en desenvolupament	6,3	4,9	3,5	4,3	4,4	4,2	4,1
Xina	10,6	8,0	4,9	5,0	5,0	4,5	4,0
Índia	7,2	6,7	4,6	7,3	7,5	6,6	6,4
Brasil	3,6	1,6	1,9	3,4	2,0	1,8	1,8
Mèxic	2,3	1,5	1,1	1,4	0,6	1,3	1,8
Rússia	-	1,4	1,5	4,3	0,9	1,1	1,1
Turquia	5,5	4,5	6,4	3,3	3,2	3,4	3,4
Polònia	4,1	3,7	2,6	3,0	3,6	3,5	3,2
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	5,8	5,7	4,1	3,9	3,5
Països desenvolupats	2,1	1,6	3,9	2,6	2,5	2,2	2,1
Estats Units	2,7	1,8	4,5	2,9	2,6	2,6	2,2
Zona de l'euro	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	1,9	2,0
Alemanya	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	2,0	2,1
França	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	1,3	1,7
Itàlia	-0,1	1,4	4,1	1,1	1,6	1,5	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,1	2,0
Espanya	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	2,4	2,2
Japó	-0,3	0,4	1,4	2,7	3,2	2,0	2,0
Regne Unit	1,6	2,3	5,0	2,5	3,4	2,5	2,1
Països emergents i en desenvolupament	6,9	5,5	7,1	7,7	5,1	5,1	4,4
Xina	1,7	2,6	1,4	0,2	0,1	1,0	1,5
Índia	4,6	7,3	6,0	5,0	2,2	4,1	4,0
Brasil	7,3	5,7	6,4	4,4	5,0	4,2	3,8
Mèxic	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	3,9	3,8
Rússia	14,3	7,9	7,5	8,5	8,7	6,0	4,5
Turquia	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	26,1	19,9
Polònia	3,5	1,9	8,2	3,7	3,4	2,6	2,6

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 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,7	0,0	0,4	3,0	3,4	3,0	2,1
Consum de les AP	4,5	0,9	3,1	2,9	1,8	1,4	1,8
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,2	1,0	3,6	6,3	5,2	2,5
Béns d'equipament	4,9	0,2	-1,4	1,9	9,0	4,4	2,5
Construcció	5,7	-2,6	0,4	4,0	5,2	5,6	2,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,9	3,2	3,5	3,0	2,0
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,4	3,2	3,4	2,1	2,1
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	1,9	2,9	6,3	4,1	2,4
Producte interior brut	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,4	2,0
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,5	2,0	2,8	3,1	2,5	1,8
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	13,9	11,3	10,5	9,8	9,2
Índex de preus de consum	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	2,4	2,2
Costos laborals unitaris	3,1	0,6	4,1	3,3	4,2	3,6	2,7
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,8	-0,2	1,2	3,2	2,9	2,7	2,9
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	0,2	2,0	4,2	3,4	3,6	3,9
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-6,1	-3,2	-2,5	-2,1	-2,1

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,8	0,5	1,5	3,0	3,5	2,6	2,1
Consum de les AP	2,2	-0,3	1,9	1,5	1,7	1,6	1,0
Formació bruta de capital fix	-0,4	-0,7	3,7	3,8	3,5	5,2	2,2
Béns d'equipament	3,4	2,7	6,3	8,4	-1,3	-	-
Construcció	-1,4	-2,4	3,1	3,0	5,5	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	2,0	2,9	3,7	2,8	2,0
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	3,8	3,1	0,4	2,2	4,1
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	3,6	4,8	4,2	3,5	3,9
Producte interior brut	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	2,1	1,9
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,4	1,4	1,2	3,2	1,9	1,5
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,4	6,0	5,9	5,9
Índex de preus de consum	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,1	2,0
Saldo op. corrents (% PIB)	-9,2	-2,9	-0,4	2,1	1,2	1,1	1,2
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,5	0,6	3,3	2,0	3,8	2,1
Saldo públic (% PIB)	-4,5	-5,1	-1,9	0,5	0,4	-0,6	-0,5

Previsions

Els mercats financers, al so de la geopolítica i de la IA

Les condicions financeres s'enfronten a dinàmiques mixtes.

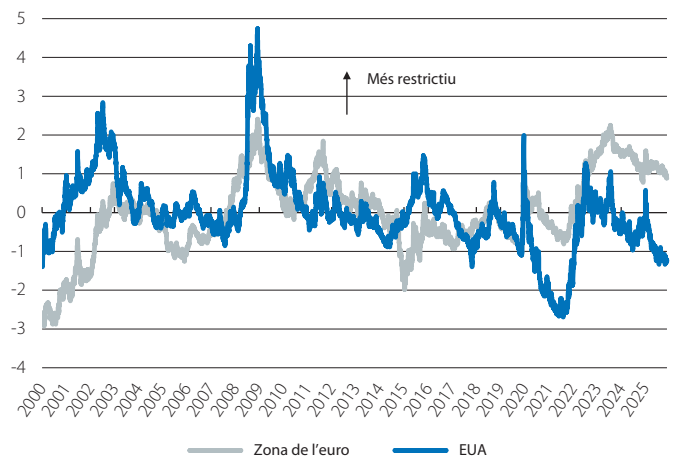
L'arrencada del 2026 ha dut volatilitat i dinàmiques mixtes que reflecteixen la sensibilitat dels mercats als girs geopolítics i tecnològics. L'amenaça d'un conflicte militar entre els EUA i l'Iran ja va augmentar la percepció de risc abans que els bombardejos es materialitzessin i desencadenessin un fort repunt de l'estrès i de la volatilitat, en especial als mercats de primeres matèries. En paral·lel, la IA continua condicionant les borses, no solament per les elevades valoracions de les empreses i pel repte de rendibilitzar uns ambiciosos plans d'inversió, sinó també pels temors de disrupció en les línies de negocis establertes. A tot això es va sumar, al febrer, la sentència del Tribunal Suprem dels EUA anul·lant una part significativa dels aranzels imposats per l'Administració Trump. Aquests catalitzadors van impulsar un funcionament borsari mixt, mentre que les primeres matèries es van veure pressionades a l'alça i el sentiment inversor va propiciar una certa recuperació del dòlar als mercats de divises i dinàmiques contraposades entre els tipus d'interès a llarg termini a les dues bandes de l'Atlàntic.

Borses a l'alça... fins a l'esclat del conflicte a l'Iran. El mes de febrer es va iniciar amb un comportament desigual a les principals borses internacionals, que es debatien entre l'impuls d'una bona temporada de resultats i els dubtes generats per l'embranchida de les empreses relacionades amb la IA. Als EUA, el temor que aquestes firmes alterin els models de negoci tradicionals va pressionar les empreses consolidades dels sectors tecnològic i de serveis de comunicació i va deixar l'S&P 500 gairebé pla al febrer. En canvi, els índexs de la resta del món van evolucionar amb més tracció: les borses europees van avançar amb força i es van acostar al +4% en el conjunt de febrer, impulsades per unes perspectives de creixement més equilibrades i per un sentiment inversor favorable després de la sentència del Suprem. Als mercats emergents, l'índex regional d'Àsia es va acostar a guanys del 7%, mentre que el de Llatinoamèrica va superar el 4%. A nivell global, va destacar, en particular, el Japó, on el Nikkei va registrar pujades superiors al 10%, encoratjat per la victòria electoral de Sanae Takaichi i per la seva agenda reflacionista. Així i tot, al començament de març, els bombardejos a l'Iran van provocar caigudes generalitzades a les borses mundials, amb la borsa europea reculant als nivells de finals del 2025.

El dinamisme macroeconòmic dona suport als beneficis empresarials. La temporada de resultats als EUA es va tancar amb un balanç sòlid, en un context de funcionament robust de l'economia nord-americana: prop del 85% de les companyies de l'S&P 500 van superar les expectatives de vendes i al voltant del 75% ho van fer en beneficis. La major embranzida va provenir dels sectors financer i tecnològic, on les empreses més vinculades a la IA van mantenir la combinació de bons resultats registrats i de planificació d'inversions ambicioses. A Europa, malgrat que el to va ser més moderat, el balanç fins al tancament d'aquest informe també era positiu, i destacaven els sectors tecnològic, financer i d'utilitats.

Condicions financeres

Índex (0 = mitjana 2000-2026)

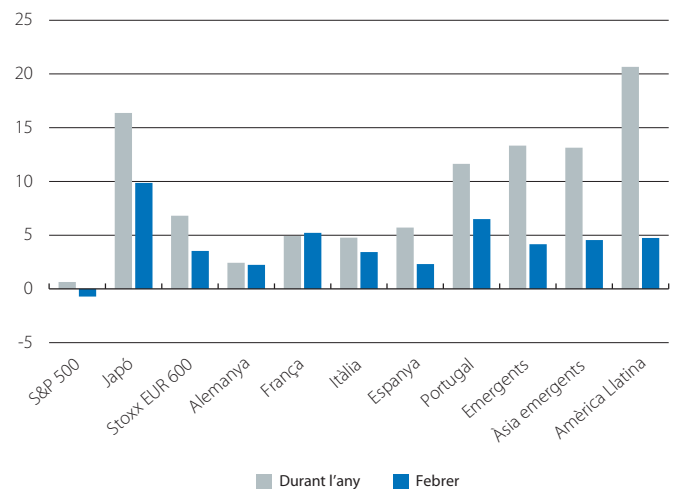


Nota: Índexs de condicions financeres de Goldman Sachs normalitzats per la mitjana i per la desviació estàndard del 2000-2026.

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

Borses internacionals: funcionament el 2026

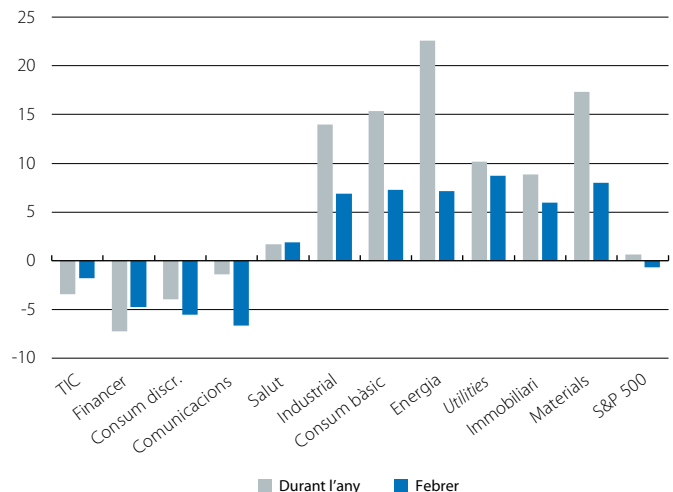
Variació (%)



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

EUA: funcionament borsari el 2026

Variació (%)



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

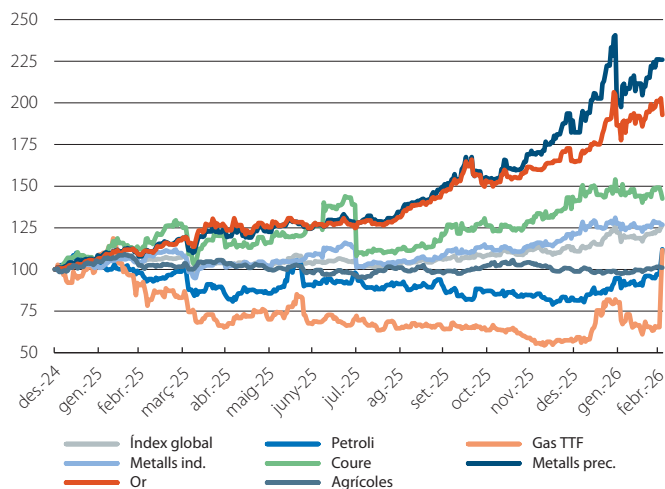
La geopolítica realça les primeres matèries. Febrer va ser un mes de calma tensa en els preus de l'energia. L'equilibri entre l'expectativa de sobreoferta al mercat de petroli i la creixent prima de risc derivada de la geopolítica va empènyer el preu del Brent cap a la zona dels 70 dòlars per barril, mentre que el preu del gas TTF reculava cap als 30 euros per MWh, afavorit per un increment de les importacions de gas natural liquat per les terminals del nord d'Europa i per les previsions de temperatures menys rigoroses al final de l'hivern. No obstant això, els atacs entre l'Iran i els EUA i Israel al començament de març han provocat un fort estrès en els preus, amb el petroli arribant a superar els 100 dòlars per barril de Brent i el gas TTF pujant fins als gairebé 60 euros per MWh i patint molta volatilitat (va superar de forma puntual els 65 euros). Les corbes de futurs es van encarrir relativament menys, la qual cosa apunta a una distensió cap al 2027.

El dòlar agafa una mica d'aire. El comportament del dòlar nord-americà va ser erràtic durant el febrer, però va aconseguir tancar amb una lleugera recuperació. La sentència del Tribunal Suprem va reduir una mica la pressió a la baixa que pesa sobre la divisa des dels anuncis aranzelaris del 2025, i la guerra a l'Iran el va afavorir de forma moderada en el seu rol d'actiu refugi. L'euro es va mantenir relativament estable al voltant dels 1,18 dòlars (es va afeblir cap als 1,15 dòlars després dels bombardejos al Pròxim Orient), la lliura va rondar els 1,35 dòlars, i el ien també es va afeblir. Entre les divises emergents, van destacar les més beneficiades per una reducció aranzelària més directa: al llarg de febrer, el real brasiler es va apreciar més del 3% enfront del dòlar, mentre que el iuan xinès guanyava una mica menys de l'1%, i la rupia índia, més de l'1% (capitalitzant l'acord comercial EUA-Índia). Així i tot, els bombardejos van acabar comportant una feblesa generalitzada de les divises emergents.

Anades i tornades en els tipus d'interès. En un mes de febrer sense reunions de política monetària als principals bancs centrals, els inversors van apostar inicialment per un descens dels tipus sobirans tant als EUA com a la zona de l'euro. No obstant això, l'estrès dels preus energètics després dels bombardejos al Pròxim Orient va pressionar els tipus a l'alça per un repunt de les expectatives d'inflació i per una revisió *hawkish* de les perspectives de política monetària considerades pels inversors. Els tipus d'interès sobirans es van mantenir més estables als EUA (pujades en els trams curts i baixades en els llargs), mentre que en la zona de l'euro es van imposar les repuntades dels tipus (més marcats en la perifèria que no pas a Alemanya). Els mercats monetaris van abandonar el biaix *dovish* per al BCE i van passar a cotitzar la possibilitat que el BCE pugui els tipus el 2026 (al tancament d'aquest informe, els mercats es debatien entre una i dues pujades). Els mercats també van rebaixar la confiança en les retallades de tipus de la Fed (encara que continuen cotitzant dues baixades abans que acabi l'any). De fet, les actes de la reunió del gener de la Fed revelen un to més restrictiu del que s'havia percebut i apunten a una major preocupació pels riscos d'inflació. Les actes també palesen que gairebé tots els membres de la Fed consideren que el nivell actual de tipus se situa en zona neutral. A la zona de l'euro, el BCE va exhibir una major continuïtat en la seva comunicació i, a les diverses intervencions, va continuar destacant l'estratègia de no hiperliberalitzar les decisions a cada petita variació de les dades, atesa la incertesa de l'entorn.

Primeres matèries: preus

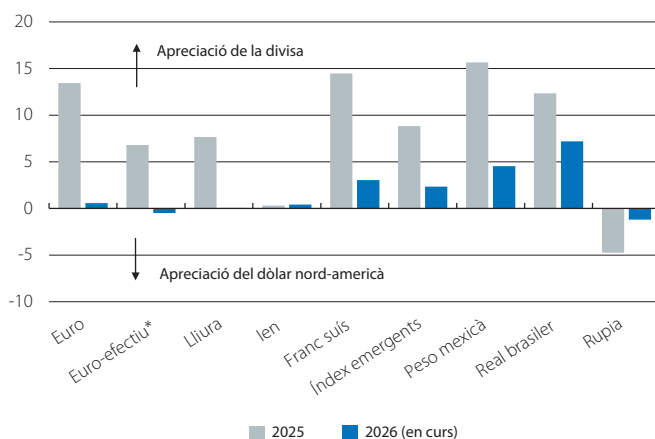
Índex (100 = 31 des. 2024)



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

Divises internacionals enfront del dòlar nord-americà

Variació (%)

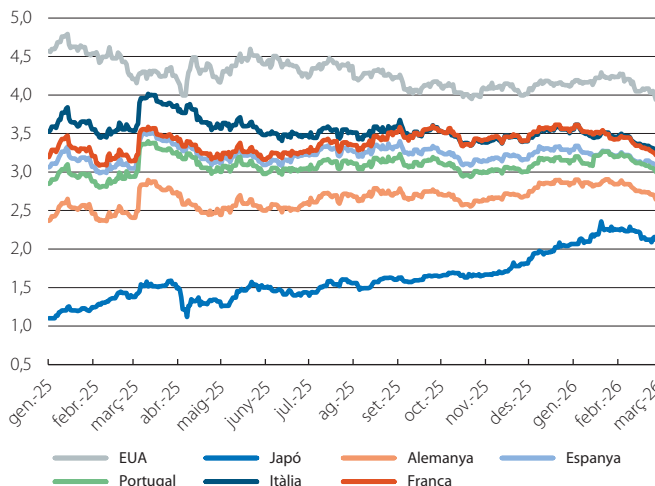


Nota: * Per al tipus de canvi efectiu de l'euro, es presenta una cistella de 41 divises enfront de l'euro.

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

Tipus d'interès sobirans a 10 anys

(%)



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

L'entorn macrofinancer rere l'escenari econòmic

Les perspectives econòmiques per als propers trimestres se sustenten en una evolució determinada de les condicions financeres.¹ L'entorn té el suport d'una política monetària estable i neutral, que ni estimula ni refreda l'economia, i d'un dòlar que manté la relativa feblesa del 2025. A més a més, els preus energètics compten amb un matalàs d'excés d'oferta i d'acumulació d'existències heretat del 2025 que atenua les pressions de la geopolítica. No obstant això, el mapa de riscos és exigent, i, a més de la prevalença de les disrupcions geopolítiques, els mercats financers han mostrat sensibilitat a les promeses, als dubtes i a les transformacions de la intel·ligència artificial (IA) i a la sostenibilitat del deute públic. La intensificació del conflicte a l'Orient Pròxim, amb els atacs entre els EUA, Israel i l'Iran, incrementa la incertesa i els riscos a la baixa, com ho discutim al final d'aquest article.

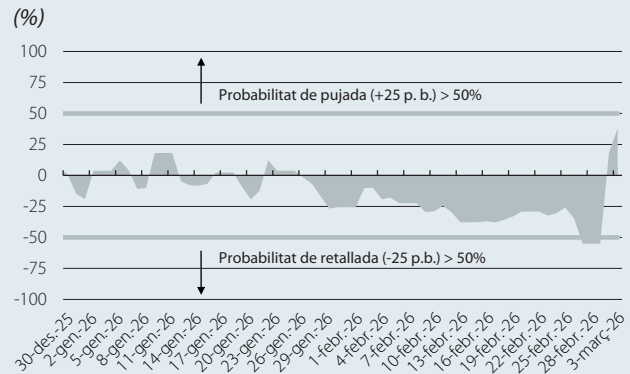
Política monetària i tipus d'interès

La política monetària del BCE i de la Fed és una de les àncores de l'escenari. La zona de l'euro compta amb la inflació en l'objectiu i amb un balanç de riscos multidireccional –des de disrupcions d'oferta (cadena global de subministrament, esdeveniments meteorològics extrems, preus de l'energia), fins a tensions comercials i el redreçament exportador de la Xina cap a la UE. Així, el BCE ha optat per reservar la pólvora, per reavaluar amb freqüència l'escenari i per mantenir una política estable mentre els riscos no decantin l'economia cap a un costat o cap a l'altre. Les nostres previsions descansen en un tipus *depo* en el 2,00% en els propers trimestres, el mateix que cotitzaven els mercats financers fins que la intensificació del conflicte a l'Iran va fer virar el sentiment (vegeu el primer gràfic).

Als EUA, la narrativa és diferent, però el resultat és relativament similar: el refredament gradual del mercat laboral i la moderació de la inflació al final del 2025 ofereixen un marge per a alguna retallada addicional, tot i que la solidesa del creixement suggereix que la Fed és a prop del final del cicle de baixades. El nostre escenari preveu dues retallades més, que durien el *fed funds* a l'interval del 3,00%-3,25%, un nivell coherent amb unes condicions monetàries més neutrals i al qual també apunten les expectatives dels mercats (vegeu el segon gràfic).

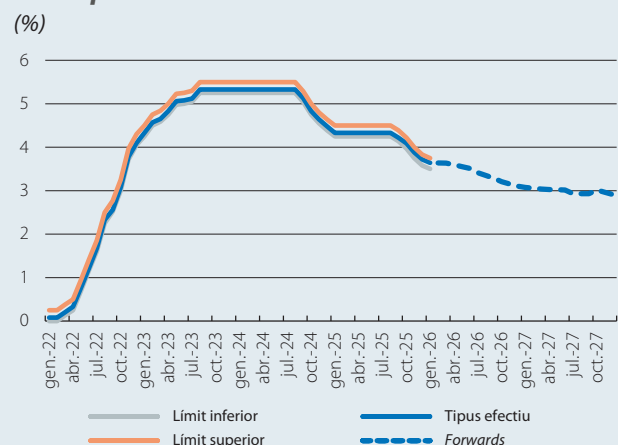
En paral·lel, el 2026 també serà un any rellevant en el pla institucional. El mandat de Jerome Powell com a president de la Fed venç al maig, i el seu relleu s'ha vist enterbolit per les pressions de l'Administració Trump a favor

BCE: probabilitat cotitzada per al 2026 d'increment (+) o de disminució (-) del tipus depo en relació amb el 2,00%



Nota: Probabilitat inferida a partir dels forwards del tipus ESTR per al desembre del 2026.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Fed: tipus d'interès de referència



Nota: Forwards sobre la corba de futurs del fed funds el 3 de març del 2026.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

d'uns tipus d'interès baixos.² El successor designat, Kevin Warsh, presenta un perfil sòlid (va ser governador de la Fed el 2006-2011), però té un historial erràtic en les seves preferències de política monetària. A més a més, la governadora Lisa Cook està pendent del dictamen del Tribunal Suprem sobre el seu intent d'acomiadament per part de l'Administració. En un pla molt diferent, el relleu a la presidència del BCE està previst per al 2027, mentre que, el 2026, el final de mandat més rellevant és el del vicepresident Luis de Guindos (venç al maig), el testimoni del qual serà agafat per l'actual governador del banc central de Croàcia, Boris Vujčić.

1. Vegeu els Focus «[Què esperar de l'economia internacional el 2026](#)» i «[L'economia espanyola el 2026](#)», en aquest mateix informe.

2. Una part dels temors es van mitigar quan, al desembre, la Fed va aprovar la renovació d'11 dels 12 presidents de les Reserves Federals regionals (l'excepció, a la Fed d'Atlanta, està justificada per la jubilació del president actual).

D'altra banda, a la zona de l'euro, cal destacar els mínims de les primes de risc sobiranes, en nivells no vistos en gairebé 20 anys (amb l'excepció de França; vegeu el tercer gràfic). Aquesta moderació ha estat propiciada per una millora dels fonaments macroeconòmics, la qual cosa afavoreix la continuïtat d'un sentiment inversor comparativament favorable per a la perifèria.³

Tipus de canvi i primeres matèries

La reducció dels diferencials de tipus d'interès entre la zona de l'euro i els EUA, l'expectativa d'una certa revigorització del creixement europeu i la percepció d'un millor sentiment cap a Europa afavoreixen la continuïtat d'un tipus de canvi euro/dòlar una mica més fort que en la mitjana del 2022-2024,⁴ tal com ho apunten els mercats.

Les perspectives per als preus energètics estan més envoltades d'incertesa des de la intensificació del conflicte entre l'Iran, Israel i els EUA (vegeu el cinquè gràfic). De fons, els mercats del gas i del petroli comptaven amb forces de contenció per una abundància d'oferta que, a més a més, en els últims trimestres, ha comportat l'acumulació d'un matalàs d'existències que ajuda a atenuar l'impacte dels xocs geopolítics.

Riscos

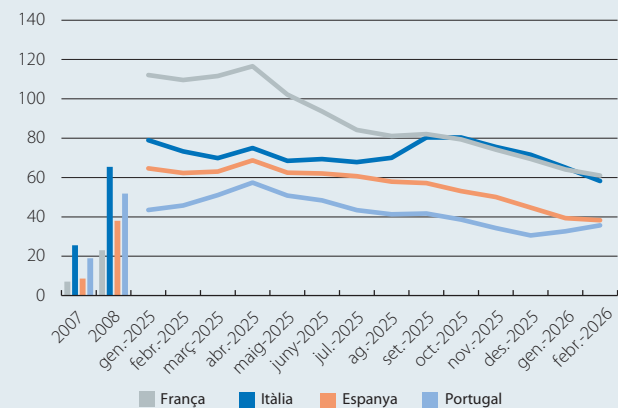
Aquest entorn dibuixa unes condicions financeres amb una estabilitat que no hauria de ser desfavorable per al funcionament econòmic. Però la percepció de risc es continua manifestant episòdicament als mercats. Els conflictes geopolítics continuen en primera línia com a font de disruptions d'oferta. Al començament de març, el petroli i el gas van patir un fort estrès després dels atacs entre l'Iran i els EUA i Israel, amb uns futurs que, amb molta volatilitat, apuntaven a uns preus, per al conjunt del 2026, notablement superiors al que es cotitzava a mitjan febrer. I amb dos trets addicionals: (i) els preus futurs recollien una distensió al llarg dels següents trimestres, i (ii) fluctuaven amb molta volatilitat (per al petroli, els futurs per al conjunt del 2026 ballaven entre pujades del 10% i del 25%, i entre el 30% i el 70% per al gas). Si es manté la senda recollida en aquests futurs, l'escenari per a l'activitat internacional perdria una mica d'impuls, però, amb el suport de les existències energètiques acumulades a nivell global i amb unes expectatives d'inflació ancorades, no patiria un canvi profund ni necessàriament alteraria substancialment les estratègies d'una política monetà-

3. Vegeu el Focus «Primes de risc i macroeconomia: una relació robusta i transversal», a l'IM02/2026.

4. Un índex del sentiment és la bretxa oberta entre la depreciació del dòlar enfront de l'euro i el que prediuen els diferencials de tipus d'interès. La depreciació és més significativa si es considera que, segons la predicció convencional, el dòlar s'hauria d'haver apreciat en resposta a un increment dels aranzels (vegeu el quart gràfic i Ostry, D. et al. (2025), «Trading blows: The exchange-rate response to tariffs and retaliations», Banc d'Anglaterra, Staff Working Paper.

Primes de risc sobiranes

(p. b.)



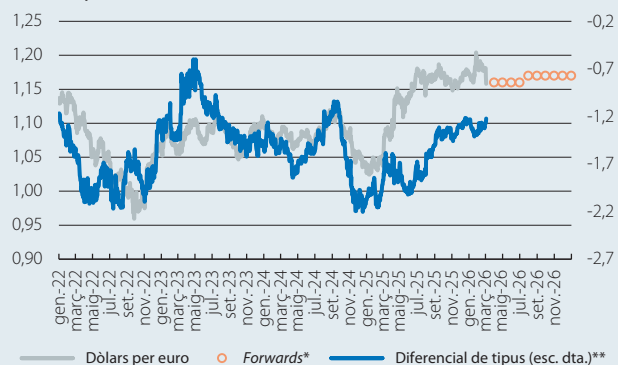
Nota: Diferencial entre el tipus d'interès a 10 anys de cada país i el seu homòleg alemany.

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

EUA i zona de l'euro: tipus de canvi i diferencial de tipus

(Dòlars per euro)

(p. p.)



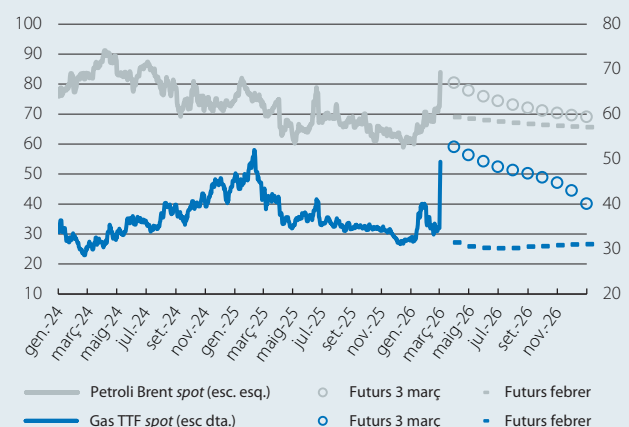
Notas: * Forwards el 3 de març del 2026. ** Diferència entre el tipus d'interès del swap OIS a 2 anys per a la zona de l'euro i per als EUA.

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

Petroli i gas: preu

(Dòlars per barril)

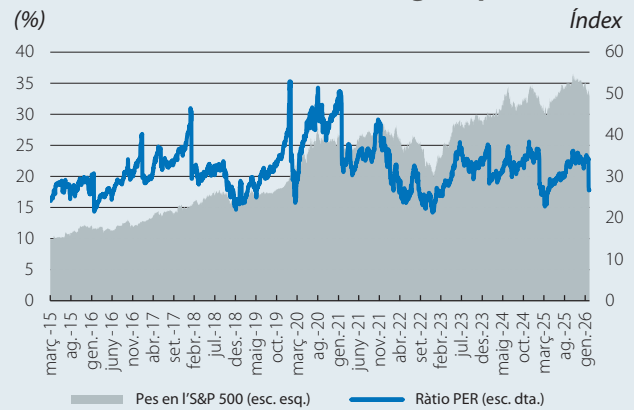
(Euros per MWh)



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

ria que, en general, parteix de nivells neutrals o una mica restrictius. Un escenari de preus energètics més elevats de manera persistent amenaçaria amb disruptions més significatives, amb tensions més profundes als mercats financers i amb efectes indirectes sobre la inflació, i podria esperonar un gir *hawkish* més rellevant en la política monetària. D'altra banda, en el mapa de riscos, cal no oblidar la vigilància sobre les dinàmiques de deute públic a diverses economies avançades (el Regne Unit, França, el Japó i, fins i tot, els EUA han viscut algunes turbulències en els tipus d'interès a llarg termini) ni els riscos financers al voltant de la IA, tant per la seva capacitat de complir les expectatives com d'alterar les estructures econòmiques establertes, en un context de valoracions altes i d'elevada concentració borsària (vegeu l'últim gràfic).

Borsa nord-americana: les 7 Magnífiques



Notes: Les 7 Magnífiques són: Apple, Amazon, Google, Meta, Microsoft, Nvidia i Tesla. La ràtio PER representa la ràtio entre la capitalització borsària i els beneficis dels 12 últims mesos.

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

Tipus d'interès (%)

	28-febrer	31-gener	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	-75
Euríbor 3 mesos	2,01	2,03	-2	-1	-47
Euríbor 12 mesos	2,22	2,23	0	-2	-19
Deute públic a 1 any (Alemanya)	1,97	1,97	0	-4	-5
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,00	2,09	-9	-12	-4
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,64	2,84	-20	-21	23
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,06	3,21	-15	-23	2
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,00	3,20	-20	-15	6
EUA					
Fed funds (límit inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 mesos	3,67	3,66	1	1	-65
Deute públic a 1 any	3,47	3,46	1	0	-63
Deute públic a 2 anys	3,37	3,52	-15	-10	-68
Deute públic a 10 anys	3,94	4,24	-30	-23	-32

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	55	51	4	4,6	1,9
Itraxx Financer Sènior	59	54	5	4,7	2,0
Itraxx Financer Subordinat	101	91	10	8,3	2,5

Tipus de canvi

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,181	1,185	-0,3	0,6	13,6
EUR/JPY (iens per euro)	184,360	183,430	0,5	0,2	18,3
EUR/GBP (lliures per euro)	0,876	0,866	1,2	0,5	6,2
USD/JPY (iens per dòlar)	156,050	154,780	0,8	-0,4	4,2

Primeres matèries

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
Índex Bloomberg de primeres matèries	121,7	120,7	0,8	10,9	16,7
Brent (\$/barril)	72,5	70,7	2,5	19,1	-2,1
Or (\$/unça)	5.278,9	4.894,2	7,9	22,2	83,5

Renda variable

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	6.878,9	6.939,0	-0,9	0,5	17,4
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	6.138,4	5.947,8	3,2	6,0	12,2
Ibex 35 (Espanya)	18.360,8	17.880,9	2,7	6,1	38,4
PSI 20 (Portugal)	9.276,1	8.662,2	7,1	12,3	35,5
Nikkei 225 (Japó)	58.850,3	53.322,9	10,4	16,9	53,8
MSCI emergents	1.610,7	1.528,1	5,4	14,7	43,3

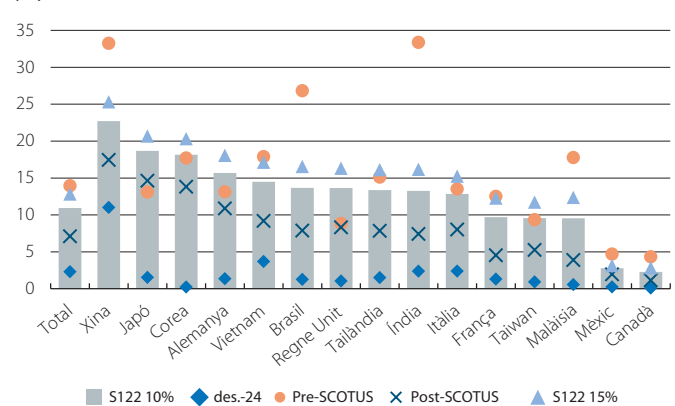
L'economia internacional pendent, de nou, dels EUA

S'intensifica el risc geopolític i ressorgeix la incertesa comercial. Els esdeveniments geopolítics han tornat a prendre el protagonisme i han deixat gairebé en un segon pla la valoració dels indicadors econòmics coneguts al llarg de l'últim mes. L'atac dels EUA a l'Iran ha augmentat de manera significativa la inestabilitat geopolítica i la incertesa econòmica i ha obert un nou focus de risc en un entorn caracteritzat pel posicionament transaccional de l'Administració Trump i per l'erosió de les institucions multilaterals. L'impacte d'aquest conflicte dependrà de la durada i de l'extensió geogràfica, però la resposta de l'Iran ja ha provocat un fort repunt dels preus de l'energia. L'Iran és el quart major productor de cru de l'OPEP (3,3 milions de barrils diaris, el 3,3% de la producció mundial) i té el control estratègic de l'estret d'Ormuz, per on passen més del 20% dels fluxos comercials marítims d'energia mundial.

D'altra banda, el Tribunal Suprem (TS) dels EUA va dictaminar al febrer que Trump es va extralimitar en els poders d'emergència invocats i ha declarat il·legals els aranzels imposats sota la IEEPA, però els aprovats aplicant altres normatives (sobre els automòbils, l'acer, etc.) continuaran vigents. És a dir, el TS ha declarat il·legal el procediment d'aprovació dels aranzels bilaterals, no els aranzels en si. Es torna a reactivar la incertesa comercial, ja que s'obre ara un període en què l'Administració Trump explorarà totes les vies legals de les quals encara disposa per continuar implementant la seva política aranzelària, a la qual, com ja ha deixat clar, no pensa renunciar. De fet, Trump va invocar la Secció 122 de la Llei de Comerç per imposar un aranzel del 10% de manera universal, la qual cosa ha provocat una «reconfiguració» de la pressió aranzelària. Països com la Xina o el Brasil tindrien ara un aranzel molt inferior al vigent abans de la resolució del TS, però la UE o el Regne Unit hi surten perdent. Tant és així, que la UE ha ajornat l'aprovació de l'acord comercial assolit al juliol de l'any passat, fins que no tingui més informació i pugui aclarir aquest assumpte (vegeu [«10 preguntes sobre el dictamen aranzelari del Tribunal Suprem dels EUA»](#), en aquest mateix Informe Mensual).

El shutdown va afectar l'economia dels EUA més del que s'esperava en el 4T. L'anunci del TS sobre la política aranzelària de Trump es va sumar a la decepció amb la dada de PIB del 4T 2025: el creixement va assolir el 0,4% intertrimestral (gairebé la meitat del que esperava el consens d'analistes), després de l'1,1% del 3T 2025, i es va situar, per al conjunt del 2025, en el 2,2% (el 2,8% el 2024). El resultat del 4T s'explica, gairebé de forma íntegra, per la reculada de la despesa pública (el -1,3% intertrimestral vs. el 0,1% de la mitjana de l'any), conseqüència del *shutdown*. De fet, la resta de la demanda interna va tenir un tancament d'any molt dinàmic: la inversió i el consum privat van créixer a ritmes del 0,6% intertrimestral. Mentrestant, la demanda externa va presentar una aportació gairebé nul·la en el 4T. No obstant això, l'aturada del 4T seria temporal, i és factible que, en el 1T 2026, es produeixi un cert efecte «rebot», un cop recuperada la normalitat per part de l'Administració pública. En aquest sentit, els PMI del febrer apunten a una economia que continua mostrant un bon

EUA: aranzel mitjà per soci comercial (%)

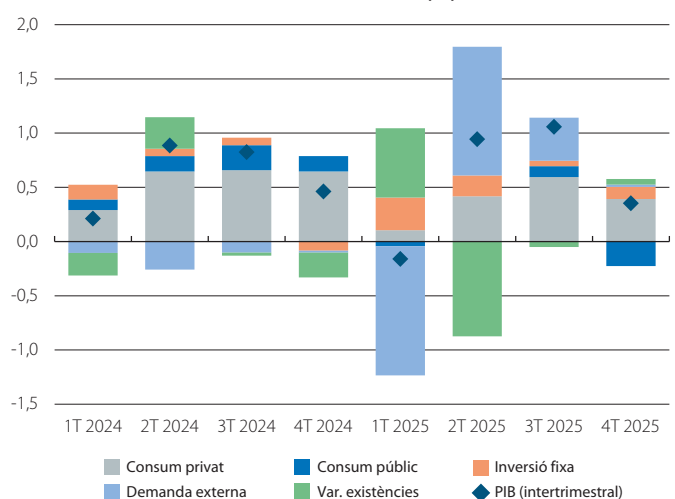


Notes: Aranzel observat per al desembre del 2024 i basat en polítiques anunciades per a la resta. SCOTUS: Supreme Court of the US. S122 = Section 122 of the Trade Act. El 10% correspon a l'aranzel en vigor des del 24 de febrer, el 15% és una altra possibilitat anunciada.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, d'UN COMTRADE i de la Casa Blanca.

EUA: PIB

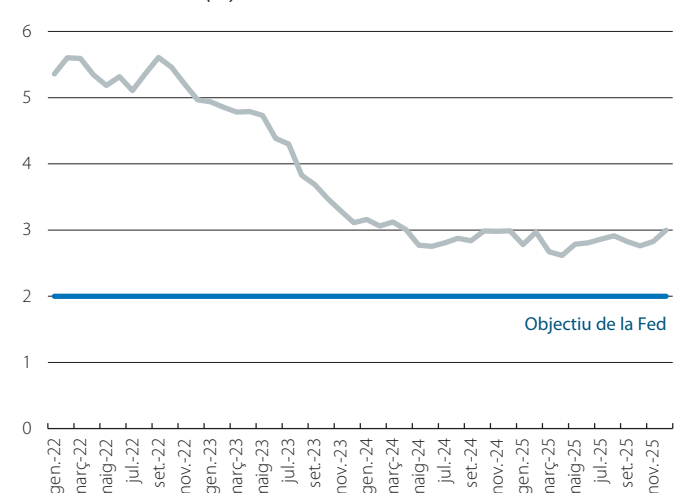
Variació intertrimestral (%) i contribucions (p. p.)



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

EUA: índex de preus PCE

Variació interanual (%)



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

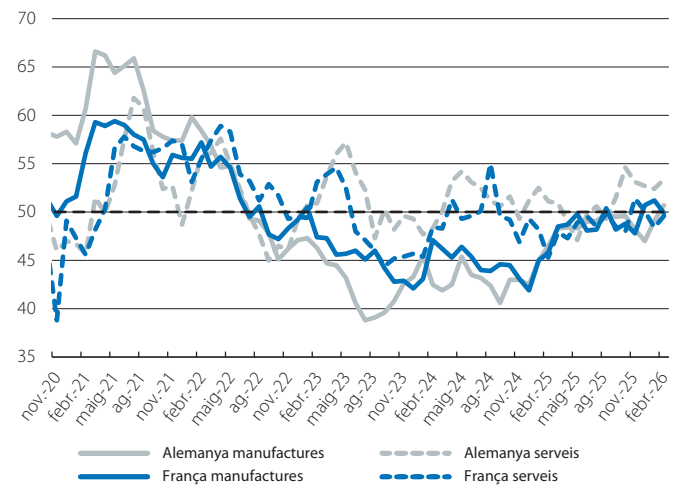
to (51,9, després de la mitjana de 53,8 del 4T, sent 50 el llindar que apunta a creixements positius). Amb tot, al febrer, la confiança de les famílies del *Conference Board* amb prou feines es recupera de la caiguda substancial del mes previ (+2,2 punts, fins als 91,2, amb 100 com a llindar), i la de la Universitat de Michigan continua sense recuperar els nivells previs al *Liberation Day*. Aquesta falta d'ànim de les llars respon sobretot, entre les rendes més altes, a la volatilitat als mercats financers i, entre les rendes més baixes, a la pèrdua de poder adquisitiu que afronten. De fet, la inflació presenta una resistència evident a caure a l'objectiu de la Fed: segons l'índex de preus PCE, la inflació nucli va repuntar al desembre +0,2 p. p., fins al 3,0%, mentre que les dades de l'IPC del gener van mostrar una inflació general que va caure 0,3 p. p., fins al 2,4%, però la nucli només va cedir 0,1 p. p., fins al 2,5%.

L'evolució de la zona de l'euro descansarà, en gran part, en Alemanya. De fet, l'índex de clima empresarial PMI per a la zona de l'euro va pujar al febrer 0,6 punts, fins als 51,9, amb una activitat en serveis que continua creixent, però a ritmes modestos, i amb un sector manufacturer que consolida el gir positiu iniciat uns mesos enrere. Aquest resultat descansa en la reactivació que s'aprecia a Alemanya (+1,1 punts, fins als 53,2), gràcies a l'impuls que continua guanyant el sector serveis i a un sector manufacturer que confirma un cert canvi positiu de tendència, però encara amb avanços modestos. Altres indicadors d'opinió i de clima empresarial incideixen en aquest major optimisme sobre l'economia alemanya, però amb cautela: al febrer, el ZEW va mostrar que el percentatge d'enquestats que aposten per una millora es manté al voltant del 60%, i l'Ifo va augmentar, però encara molt per sota del llindar de 100 que apunta a creixements pròxims a la seva mitjana (+1 punt, fins als 88,6). Així i tot, els senyals de reactivació de l'economia alemanya es comencen a acumular, sobretot al sector industrial: les comandes industrials van créixer al desembre gairebé el 13% interanual i van anticipar una reactivació de la producció en els propers mesos. Per la seva banda, sembla que França es confirma com la baula més feble: el PMI continua al febrer sense superar el llindar dels 50 punts, per la feblesa tant de les manufactures com dels serveis, i la confiança del consumidor continua en nivells febles i no apunta a una reactivació del consum a curt termini. En balanç, l'economia de la zona de l'euro continuarà creixent, tot i que encara ho farà per sota de la seva mitjana a llarg termini, en un context, encara, de pressions inflacionistes controlades: al febrer, la inflació va repuntar 0,2 p. p., fins a l'1,9% la general i el 2,4% la nucli.

Un tancament del 2025 força apàtic en altres parts del món. Així, al Regne Unit, el PIB va créixer, en el 4T 2025, el 0,1% intertrimestral i va confirmar una tendència de «més a menys» al llarg de l'any, que ha situat el creixement del 2025 en l'1,3% (el 0,3% el 2024). La feblesa observada en les principals enquestes empresarials i del consumidor no permet anticipar una acceleració significativa de l'activitat a curt termini. Per la seva banda, al Japó, el creixement, en el 4T 2025, amb prou feines va assolir el 0,1% intertrimestral, després del -0,7% anterior, i va situar la mitjana del 2025 en l'1,1% (el -0,2% el 2024). Les esperances d'una reactivació de l'activitat recauen en l'estímul fiscal anunciat pel Govern, tot i que el repunt que mostren els tipus d'interès sobirans pot limitar l'efectivitat de la política fiscal i monetària per estimular el creixement de l'economia.

Zona de l'euro: PMI per components

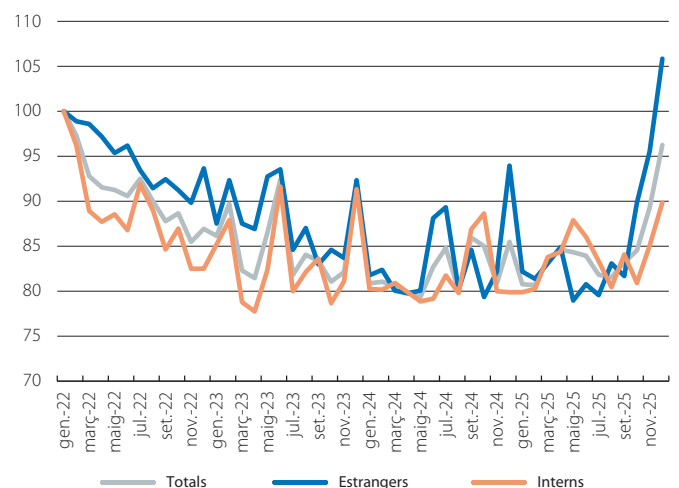
Índex (>50 expansió; <50 contracció)



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

Alemanya: comandes industrials

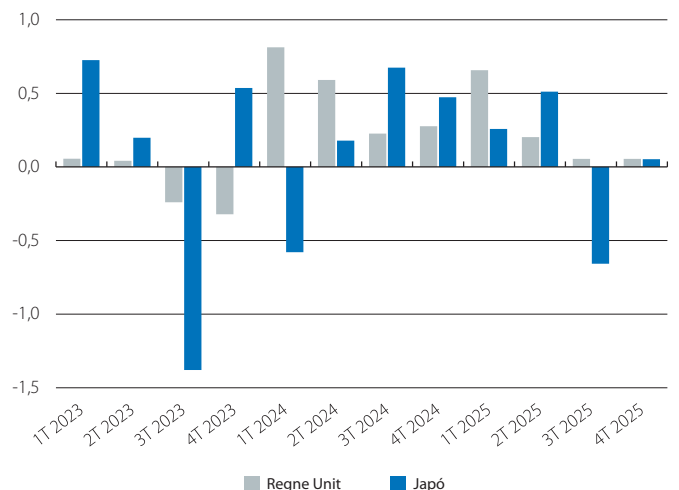
Índex (100 = gener 2022)



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

Regne Unit i Japó: PIB

Variació intertrimestral (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'ONS i de l'Oficina del Gabinet del Japó.

Què esperar de l'economia internacional el 2026

L'economia global va mostrar una resiliència notable durant el 2025 i va oferir un bon punt de partida de cara al 2026. D'ara endavant, es compta amb un creixement sostingut per una política monetària més neutral i per una política fiscal que manté també un to força neutre, tot i que limitada per uns dèficits considerables i per uns deutes elevats a les principals economies. També és clau el dinamisme que continuem anticipant per a la inversió en tecnologia, sobretot en intel·ligència artificial (IA). Sota aquests supòsits, els EUA continuaran creixent a bon ritme, i la zona de l'euro consolidarà l'impuls assolit al final del 2025. La Xina es continuarà refredant (el 4,5% el 2026 i el 4,0% el 2027), ja que patirà la persistència de l'ajust del sector residencial i l'impacte dels aranzels, amb les inversions en IA com a gran motor de creixement. A la resta d'Àsia, les economies intensives en tecnologia es continuaran beneficiant del cicle global d'inversió, i l'Índia creixerà per damunt de la Xina en els propers anys. Per tant, l'economia mundial pot continuar creixent a ritmes del 3% i amb una inflació globalment estable.

No obstant això, aquestes projeccions es basen en l'entorn esperat abans de l'esclat de la guerra a l'Orient Mitjà. És a dir, es basa en uns preus del gas i del cru que determinarien els fonaments de l'oferta i de la demanda i que, en els últims trimestres, s'han caracteritzat per una sobreoferta de petroli i per l'estabilitat en el gas. Com assenyallem al final de l'article, els últims esdeveniments ressalten els riscos sobre aquesta hipòtesi, la validesa de la qual dependrà de la durada i de l'abast del conflicte.

La zona de l'euro continuarà creixent sense pressa però sense pausa

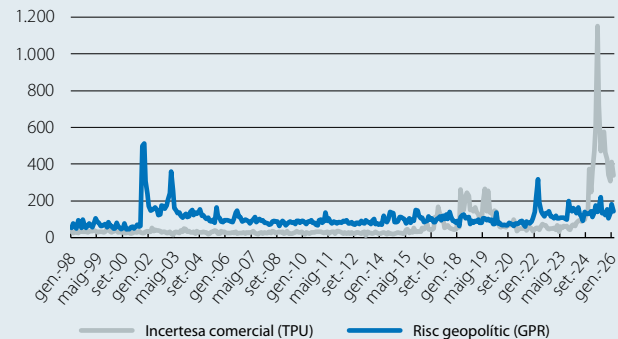
La zona de l'euro mantindrà ritmes de creixement modestos (de mitjana, una mica per damunt del 0,3% intertrimestral), per assolir l'1,3% el 2026 després de l'1,5% del 2025. Aquesta aparent desacceleració reflecteix la normalització del creixement a Irlanda fins a ritmes propers al 3,0% (el 13,3% el 2025). Sense Irlanda, la zona de l'euro creixeria l'1,2% el 2026, després de l'1,0% del 2025. Pel que fa a la inflació a la zona de l'euro, es mantindrà prou a prop de l'objectiu del 2% durant l'horitzó de previsions.

Aquestes perspectives se sostenen en la reactivació d'Alemanya, després de cinc anys d'estancament gairebé total. El desplegament de la bazuca fiscal¹ aprovada l'any passat serà clau per al creixement alemany. El pressupost per al 2026 contempla un augment de la despesa pública del

1. Al març del 2025, es va aprovar la modificació de la norma constitucional del fre del deute per poder finançar un pla d'infraestructures (SVIK, per les sigles en alemany), dotat amb 500.000 milions d'euros per als 12 propers anys, i per incrementar la despesa en defensa des del 2,0% del PIB el 2024 fins al 3,5% el 2029, segons els criteris de l'OTAN. Les inversions finançades amb càrrec al fons SVIK no computen per al fre del deute.

Mesures d'incertesa i de risc geopolític

Índex (freqüència a la premsa de termes relacionats amb la incertesa econòmica i comercial i amb el risc geopolític)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. i Raffo, A. (2020), «The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty», *Journal of Monetary Economics*, 109, pàgs. 38-59 (<https://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm#overview>), i de Baker, R., Bloom, N. S. i J. Davis, S. (2016), «Measuring Economic Policy Uncertainty» (https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html).

3,5%, un creixement pròxim al 10% de la inversió, gràcies al desplegament del Fons d'Infraestructures (l'1,3% del PIB fins al 2029, en relació amb el 0,9% del 2025) i a una despesa en defensa del 2,8% del PIB (el 2,0% el 2025).² No obstant això, els pressupostos preveien un dèficit fiscal del 3,25% el 2025 i del 4,75% el 2026, però els retards en la seva aprovació i en la seva execució expliquen que el dèficit fiscal del 2025 fos del 2,5%, després del -2,7% del 2024: això representa que, el 2025, no va haver-hi cap estímul fiscal. Aquesta circumstància reforça els dubtes sobre l'aprofitament de l'impuls fiscal.³ Així i tot, el guany de creixement en relació amb un escenari sense aquest estímul fiscal se situaria entre 0,4 p. p. i 0,8 p. p.⁴ en els propers anys i avalaria la previsió d'un creixement alemany de l'1,0% el 2026 i de l'1,4% el 2027.

A França, el creixement es mantindria al voltant de l'1% el 2026 i el 2027. El pressupost per al 2026, aprovat al començament d'enguany després d'ardues negociacions, con-

2. La definició de «despesa en defensa» de l'OTAN és més àmplia, ja que considera tota aquella despesa en què s'incorre per cobrir totes les necessitats de les forces armades, amb independència del ministeri en què es generin (pensions, despesa en R+D, transport, cost de missions a l'exterior, etc.). La despesa en defensa que apareix als pressupostos és inferior, ja que utilitza criteris interns i, per exemple, exclou la despesa d'altres ministeris o de les pensions militars.

3. Algunes crítiques al pla són: que no serveixi per finançar nous projectes d'inversió, sinó alguns ja existents; que una part es destini a finançar despesa corrent, i que s'han tret inversions del pressupost ordinari per finançar-les amb càrrec al SVIK. Vegeu «German Council of Economic Experts», Annual Report 2025/26, capítol 2.

4. Atès el comportament dels comptes públics el 2025, i suposant que es manté la magnitud de l'ampliació del dèficit fiscal estructural recollit als pressupostos per al 2026, l'estímul fiscal se situaria, el 2025 i el 2026, al voltant d'1,0 p. p., gairebé la meitat del que hauria representat si s'hagués complert la previsió per al 2025. Suposant uns multiplicadors entre 0,4 i 0,8, l'impuls en creixement se situaria entre 0,4 p. p. i 0,8 p. p.

templa un dèficit fiscal del 5,0% del PIB (el 5,4% el 2025), inclou pujades d'impostos a les grans empreses i ajorna l'entrada en vigor de la reforma de les pensions fins al 2027. La situació fiscal de França continua sent força delicada, la qual cosa pressionarà els costos financers i condicionarà les decisions d'inversió i de consum de les llars i de les empreses.

A Itàlia, el creixement es veurà limitat per un consum privat apàtic i per la falta d'impuls de la demanda externa. La inversió serà el principal motor, gràcies als fons NGEU encara disponibles abans del venciment del programa a l'agost. Les condicions financeres continuaran sent favorables, amb el suport d'una política fiscal de to neutre (el dèficit es retallaria en 0,2 p. p., fins al 2,8% del PIB). A més a més, és possible que Itàlia abandoni el Procediment per Dèficit Excessiu durant la primera meitat de l'any i que pugui activar la clàusula d'escapament, que permetria incrementar durant quatre anys la despesa en defensa fins a un màxim de l'1,5% del PIB anual. En conseqüència, el 2026, el creixement seria del 0,8% i podria superar l'1,0% el 2027.

Els EUA afronten un altre any amb unes perspectives positives

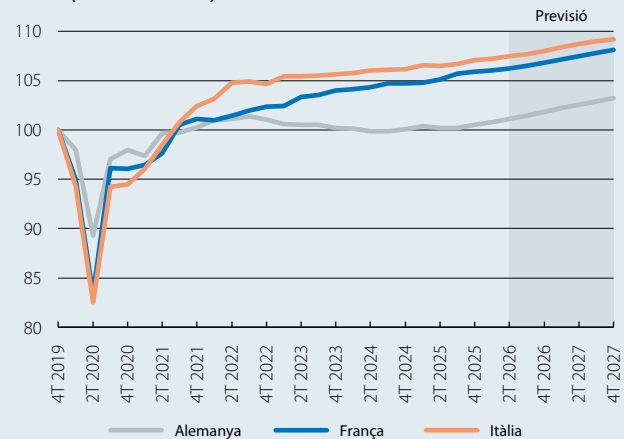
L'economia nord-americana accelerarà el ritme d'avanç el 2026 i començarà l'any amb força en compensar-se una part de la pèrdua d'activitat patida en el 4T 2025 arran del *shutdown*. La inversió continuarà impulsant el creixement, gràcies al desenvolupament i al desplegament de la IA. El dinamisme de la despesa entre les famílies de rendes més altes compensarà amb escreix la contenció que mostrarà entre les rendes més baixes, i es consolidarà la narrativa d'un consum privat evolucionant en forma de K. En balanç, el 2026, el creixement assoliria el 2,6% (el 2,2% el 2025). Mentrestant, la inflació es continuarà resistint a baixar a l'objectiu del 2%, sostinguda pels aranzels i pel dinamisme econòmic. Així, la inflació general i la nucli s'aproparan més al 3% que al 2% en la mitjana del 2026, després del 2,6% del 2025.

Riscos

Els riscos sobre els escenaris globals centrals han augmentat de manera significativa després de l'atac conjunt dels EUA i d'Israel a l'Iran, que ha provocat una forta pujada dels preus del cru i del gas i turbulències importants als mercats financers. L'impacte final d'aquest conflicte

Evolució del PIB

Índex (100 = 4T 2019)



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

dependrà de la seva durada i del seu abast geogràfic. Si es materialitza la pujada de preus de l'energia que recullen els futurs (una prima de risc a curt termini, però retorn a la distensió en els pròxims mesos), el creixement previst per a la zona de l'euro es retallaria unes dècimes, però no hi hauria un canvi de narrativa que modifiqués les tendències a mitjà termini. La inflació podria patir un repunt temporal, però sense allunyar-se de l'objectiu de manera preocupant, la qual cosa no afectaria l'estratègia d'un BCE que se sent còmode amb el *depo* en el 2,00%. Als EUA, uns preus de l'energia més elevats tenen un impacte asimètric: impulsen cap amunt la inflació, però també comporten una millora de la balança comercial i del creixement (els EUA són exportadors nets de petroli i de gas). Aquesta combinació afavoriria un biaix una mica més restrictiu per a la Fed i reforçaria la visió que no té pressa per tornar a retallar els tipus.

El conflicte a l'Iran s'afegeix als ja existents: Ucraïna, escàs marge fiscal a les economies industrialitzades i risc de correccions brusques als mercats financers per les elevades expectatives i per les valoracions vinculades amb les empreses relacionades amb la IA. Així mateix, s'ha de consignar com un risc important per a l'escenari la intensificació de la incertesa comercial després del revés del Tribunal Suprem a una bona part dels aranzels implementats per Trump (vegeu [«10 preguntes sobre el dictamen aranzelari del Tribunal Suprem dels EUA»](#), en aquest mateix Informe Mensual).

Rita Sánchez Soliva

10 preguntes sobre el dictamen aranzelari del Tribunal Suprem dels EUA

1. Quina ha estat la decisió?

Per una majoria de 6 a 3, el Tribunal Suprem ha considerat que el recurs a la Llei d'emergència econòmica (IEEPA) no és la via legal adequada per a l'establiment d'aranzels generals i que, en tractar-se d'una mesura amb naturalesa tributària, aquesta competència recau en el Congrés.

2. Quins aranzels afecta?

El dictamen anul·la tant els aranzels imposats al Canadà, Mèxic i la Xina, vinculats al tràfic de drogues, com els anunciats el *Liberation Day* i les seves posteriors modificacions (també els utilitzats amb finalitats geopolítiques basades en la IEEPA, com el recent del 25% sobre els països que mantinguin relacions econòmiques amb l'Iran o els precedents vinculats al Brasil, Rússia o Veneçuela).

3. Quins no?

El dictamen no afecta els aranzels sectorials aprovats amb criteris de seguretat nacional sota la Secció 232 de la Llei d'Expansió Comercial, com els establerts sobre automòbils i components, alumini, acer, coure, determinats productes de mobiliari i vehicles comercials.

4. Quina resposta ha donat el Govern?

El mateix dia del dictamen, una proclamació presidencial va activar la Secció 122 de la Llei de Comerç, que permet un aranzel general transitori de fins al 15% durant 150 dies per a la resolució de problemes fonamentals de pagaments internacionals. El dimarts 24 de febrer, va entrar en vigor un aranzel general del 10%.

5. Quins països i productes afecten les noves mesures?

L'aranzel sota la Secció 122 s'aplica de forma no discriminatòria, és a dir, de manera uniforme a tots els països. La proclamació estableix que l'aranzel no s'acumula sobre els sectorials vigents, ni sobre les importacions des del Canadà i des de Mèxic que compleixin les condicions del tractat comercial que mantenen amb els EUA (T-MEC, abans TLCAN). Així mateix, es defineix una llista d'exempcions que inclou, entre d'altres, determinats minerals crítics, productes agrícoles, farmacèutics i electrònics.

6. Quines altres mesures pot adoptar el Govern?

Després de l'aprovació del nou aranzel general del 10%, Trump va amenaçar amb apujar-lo al màxim del 15% que permet la Secció 122. A més a més, la proclamació presidencial va incloure el mandat d'iniciar investigacions a països per pràctiques deslleials sota la Secció 301 de la Llei de Comerç, mentre que s'espera també l'extensió d'aranzels sectorials sota la Secció 232, amb potencial focus en productes farmacèutics i electrònics. A diferència dels aranzels

aprovats sota la IEEPA i de l'activat ara, aquestes alternatives requereixen una major càrrega procedimental i compten amb precedents, com l'ús de la Secció 301 per a la Xina durant la primera Administració Trump i el seu manteniment amb Biden.

7. Quines són les principals incògnites després del dictamen?

Els principals dubtes se centren en: (i) la batalla legal pels ingressos recaptats amb la IEEPA, que estimes en un rang de 125.000-150.000 milions de dòlars (equivalents al 0,4%-0,5% del PIB dels EUA), i les potencials noves reclamacions pel recurs a la Secció 122; (ii) la validesa dels acords bilaterals assolits des de l'estiu i els avantatges aranzelaris pactats (UE, el Japó, el Regne Unit, entre d'altres); (iii) l'estabilitat de la treva comercial i tecnològica amb la Xina assolida al novembre passat (Trump visitarà Pequín al final de març), i (iv) l'efecte sobre la reconfiguració comercial que es va produir el 2025 de les exportacions xineses al Vietnam (tèxtil, calçat i llar) o a Taiwan (maquinària i equipament).

8. Com ha quedat l'escenari d'aranzels després de la resposta al dictamen?

En conjunt, la sentència del Tribunal Suprem hauria reduït inicialment en prop de 7 p. p. l'aranzel mitjà sobre les importacions dels EUA considerant les polítiques anunciades. Amb posterioritat, després de l'activació de la Secció 122, hauria tornat a nivells pròxims a l'11% (en relació amb el 14% estimat prèviament).

9. Quins països redueixen o augmenten els aranzels en termes relatius?

De manera immediata, els majors beneficiats són la Xina, l'Índia i el Brasil, que redueixen de manera sensible els seus aranzels, mentre que, entre els perjudicats, hi hauria la UE i el Regne Unit, que havien assegurat unes reduccions específiques mitjançant acords bilaterals ara en dubte. Així, per exemple, un automòbil europeu podria pagar ara un aranzel del 27,5% (el 25% establert sota la Secció 232 més la taxa inicial de nació més afavorida del 2,5%), en relació amb el topall del 15% pactat llavors.

10. Canvia el dictamen del Suprem l'estratègia aranzelària de Trump?

No, es produeix un canvi d'instruments, amb un suport legal més sòlid. Els aranzels continuaran sent un eix central de la política comercial, fiscal i exterior dels EUA. De fet, durant el seu discurs de l'Estat de la Unió, Trump va reafirmar la seva visió que els ingressos aranzelaris reemplacin a llarg termini l'impost sobre la renda federal.

David Martínez Turégano

El Japó, a l'alba d'un nou cicle: tensions fiscals i normalització monetària al país del sol naixent

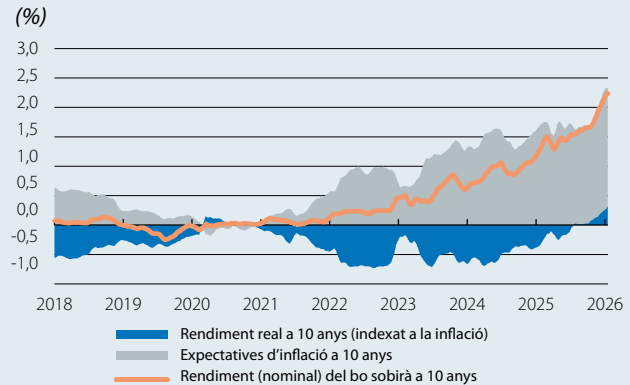
Els tipus sobirans japonesos han repuntat des del 2022, en particular en l'últim any, i han arribat a superar la barrera del 2% per primera vegada en gairebé tres dècades. Aquests moviments han generat un ampli debat sobre la sostenibilitat fiscal del país i sobre el rumb de la política monetària. En aquest article, analitzem els factors que expliquen el repunt recent i les seves conseqüències per a l'economia nipona.

Evolució dels tipus d'interès al Japó: $i = r + \pi^e$

El repunt dels tipus d'interès ha derivat d'una normalització progressiva de la política monetària del Banc del Japó (BoJ, per les sigles en anglès) i del seu control sobre la corba de tipus d'interès.¹ Aquesta evolució es pot desagregar entre moviments en els tipus reals i en les expectatives d'inflació. La pujada recent dels tipus nominals al Japó respon, sobretot, a un repunt sostingut de les expectatives d'inflació a llarg termini (vegeu el primer gràfic). Des del 2022, han passat de nivells pròxims al 0% a un rang de l'1,5%-2% recentment, en paral·lel a una inflació observada més persistent (pròxima al 3%, un nivell no vist des de l'inici de la dècada dels noranta). Aquest moviment reflecteix dinàmiques de fons més enllà del xoc inicial de les primeres matèries, després de l'eclosió del conflicte Rússia-Ucraïna, com els efectes de segona ronda, les pujades salarials després d'anys d'estancament,² a més de factors idiosincràtics (com les pujades de preus dels aliments i, en particular, de l'arròs) i un ien depreciat.

Així mateix, els tipus reals també han pujat, des de prop del -0,5% fins a situar-se en un interval del 0%-0,5% en els trams més llargs. Segons la teoria econòmica, aquest moviment en els tipus reals es podria explicar per diferents factors estructurals: un major creixement potencial, els canvis demogràfics que redueixen l'estalvi de manera estructural i les perspectives d'un augment sostingut de la inversió. No obstant això, ateses la brusquedat del moviment del tipus real, concentrada, sobretot, en l'últim any, i l'absència de canvis significatius en la demografia o en el potencial de creixement,³ sembla que el moviment és

Japó: evolució dels tipus d'interès reals i nominals i de les expectatives d'inflació



Nota: Les expectatives d'inflació es mesuren amb l'evolució dels tipus swaps d'inflació, mentre que el rendiment real es mesura com el rendiment del bo indexat a la inflació.

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

degut a altres factors, entre els quals es trobaria una millora de les expectatives d'inversió (després d'un llarg període de despallanquejament corporatiu i amb un major dinamisme del mercat immobiliari) o a canvis en la política fiscal.⁴

Política fiscal al Japó: de l'Abenomics al Takaichinomics?

Una de les claus per entendre el repunt recent dels tipus sobirans es troba justament en la situació fiscal del país. Amb un deute brut del 230% del PIB i amb un deute net (que sostreu del deute brut els actius financers en mans de l'Estat) que assoleix el 130% del PIB, el Japó té una de les ràtios de deute més elevades del món. Tot i que el dèficit públic és relativament baix, les projeccions més recents apunten a un deteriorament moderat a mitjà termini, reflex de les pressions per la despesa en pensions, en salut i en defensa.⁵

4. Les expectatives d'impuls fiscal es poden traduir en uns tipus d'interès més alts, tant per un increment de la prima per termini com a través de les expectatives d'inflació.

5. L'FMI projecta una trajectòria de dèficit des de l'1,3% del 2025 (el 3,0% el 2019) a prop del 4,5% el 2030, mentre que el dèficit estructural primari, que extreu del saldo fiscal el pagament dels interessos i la variació dels components més volàtils associada al cicle econòmic, se situaria en el 2,5% el 2030, en relació amb l'1% actual (vs. el 2,6% del 2019). Malgrat la demografia desfavorable, les projeccions més recents de l'OCDE situen la despesa derivada de les pensions prop del 10% del PIB el 2060, en relació amb un nivell proper al 9% actual, un diferencial que representa una pressió fiscal addicional en línia amb la de la mitjana de l'OCDE (per damunt de +1 p. p. fins al 2060), però inferior a països com Corea del Sud (uns +6 p. p.) o Espanya (uns +3 p. p.). L'augment de la despesa en defensa es veu ancorat en la discussió sobre la revisió de l'article 9 de no bel·ligerància, inscrit en la Constitució del Japó des del 1947, i en un context geopolític d'augment de les tensions amb la Xina i a la regió del Pacífic, amb Rússia i Corea del Nord com a veïns pròxims.

1. El 2016, el BoJ va adoptar, dins el marc del *quantitative easing* que portava aplicant des de l'inici dels 2000, una política de control de la corba sobirana en què fixava un objectiu (proper al 0%) per al rendiment del bo japonès a 10 anys. Aquesta política es va anar flexibilitzant, fins que es va abandonar el 2024.

2. Després d'anys de pujades salarials entre el 0% i el 2%, es va començar a observar un repunt el 2023, en el procés *shunto* de negociació de la primavera entre les grans empreses i els sindicats. El 2024 i el 2025, les pujades es van situar per damunt del 5%, un màxim des del començament dels anys noranta. Les empreses i els sindicats anticipen un creixement salarial igual o superior al *shunto* del 2026.

3. El PIB del Japó va créixer l'1,1% el 2025, i l'FMI preveu un creixement del 0,5% a mitjà termini, mentre que el creixement mitjà en el període 2000-2019 va ser del 0,8%.

A aquests factors s'ha sumat, en els últims mesos, l'arribada al poder de la primera ministra Sanae Takaichi⁶ i un gir expansionista, ancorat en una retòrica d'una política fiscal «proactiva i responsable», que inclou augments de la inversió pública i retallades d'impostos, entre les quals cal destacar l'eliminació temporal del gravamen del 8% sobre els aliments, una promesa electoral clau, l'impacte de la qual s'estima al voltant del 0,8% del PIB a l'any.

Així mateix, més enllà de la posició fiscal actual del país, els temors recents es poden associar a un augment dels riscos percebuts sobre les seves perspectives a llarg termini, en el cas dels augments de la despesa, o de reduccions d'impostos, no compensats per altres mesures que puguin equilibrar els comptes públics. En el seu informe preliminar sobre l'economia del Japó, l'FMI ha recomanat mantenir una posició fiscal neutral, en un context en què l'economia opera per damunt del seu potencial, evitar l'increment de les pressions cícliques i conservar «mata-lassos» per afrontar futurs xocs.⁷

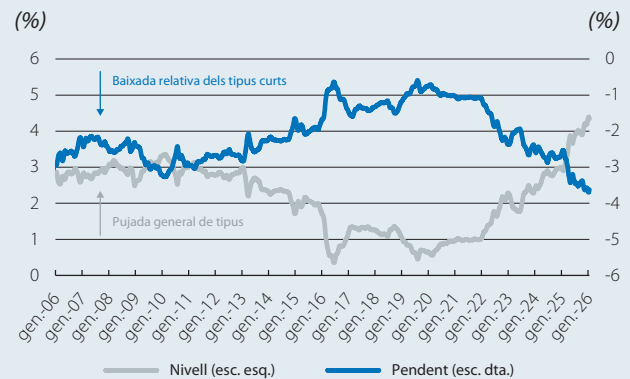
Política monetària al Japó: el BoJ afronta nous reptes

En aquest context, el BoJ es troba davant un gir estructural de l'entorn macroeconòmic. Després de molts anys en què s'ha enfrontat a una situació de deflació, el país ha aconseguit situar-se per damunt de l'objectiu d'inflació del 2% des del 2022, i les expectatives a llarg termini estan ancorades al voltant d'aquest nivell. Així, el BoJ ha començat a reajustar la seva política monetària, amb l'abandonament del YCC el 2024, amb pujades graduals de tipus d'interès i amb una estratègia de *quantitative tightening*, que redueix el ritme de compra d'actius, sobretot de bons sobirans (aproximadament, la meitat del deute del Japó està en mans del BoJ).

En les seves comunicacions més recents, el BoJ ha reforçat la seva intenció de mantenir una trajectòria gradual de pujades de tipus. Però la dificultat de compaginar una política monetària restrictiva amb les polítiques fiscals expansives, en un entorn de deute elevat, es pot tornar més clara d'ara endavant.

Luís Pinheiro de Matos i Manuel Carrera Moreno

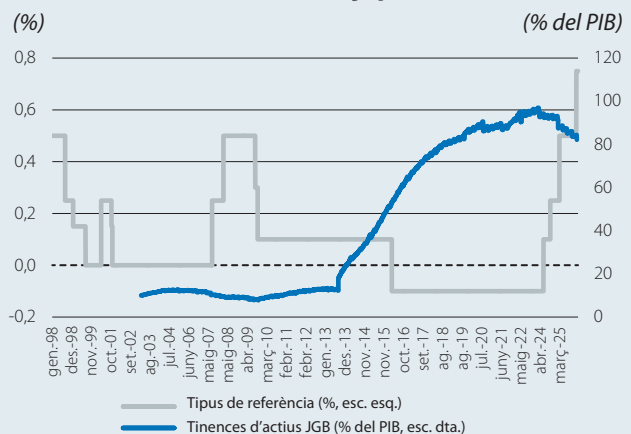
Japó: descomposició de la corba de tipus sobirans



Nota: Es mostra l'evolució de dos factors extrets d'una descomposició de la corba de rendiments sobirans japonesa, en concret el nivell i el pendent de la corba. El nivell està correlacionat amb els tipus d'interès a llarg termini, mentre que el pendent mesura la diferència relativa entre els tipus a curt i a llarg termini. La forta anticorrelació observada entre els dos factors mostra que els moviments de la corba han estat dominats, en especial, pels tipus a llarg termini.

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

Banc del Japó: tipus d'interès de referència i tinences de bons sobirans japonesos



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

6. Aquest febrer, el Partit Liberal Democràtic va obtenir una «supermajoria» a la Cambra Baixa del Parlament del Japó (316 escons, d'un total de 465, més 36 del seu soci de coalició, el Partit de la Innovació).

7. El Fons esmenta la reducció d'impostos al consum d'aliments com una mesura ineficaç, que augmentaria els riscos fiscals. Vegeu «Japan: Staff Concluding Statement of the 2026 Article IV Mission» (del 17 de febrer del 2026).

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	12/25	01/26	02/26
Activitat									
PIB real	2,8	2,2	2,0	2,1	2,3	2,2	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,4	4,5	4,8	4,9	4,6	3,8	3,5	...	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	96,1	99,8	93,1	97,4	94,2	94,2	89,0	91,2
Producció industrial	–0,7	1,2	0,7	0,5	1,7	1,7	1,3	2,3	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	49,9	48,8	48,7	48,2	47,9	52,6	52,4
Habitatges iniciats (milers)	1.371	1.359	1.401	1.354	1.346	1.333	1.404	...	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	330	339	340	338	337	341	343	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,1	4,2	4,3	4,5	4,4	4,3	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,1	59,8	60,0	59,8	59,6	59,7	59,7	59,8	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,4	–3,5	–3,6	–3,4	–3,0	–2,9	...	...
Preus									
Inflació general	2,9	2,6	2,7	2,4	2,9	2,7	2,7	2,4	...
Inflació nucli	3,4	2,9	3,1	2,8	3,1	2,6	2,6	2,5	...

JAPÓ

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Activitat									
PIB real	–0,2	1,1	1,6	2,0	0,6	0,1	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	37,2	34,7	34,7	32,8	34,6	36,8	37,2	37,9	40,0
Producció industrial	–3,0	1,2	2,5	0,8	0,6	1,0	0,8	4,1	...
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	2,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,9	–0,7	–0,5	–0,4	–0,4	–0,2	...
Preus									
Inflació general	2,7	3,2	3,8	3,4	2,9	2,7	2,1	1,5	...
Inflació subjacent	2,4	3,0	2,7	3,2	3,2	3,0	2,9	2,7	...

XINA

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
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	0,9	...	...
Producció industrial	5,6	5,9	6,8	6,2	5,8	5,0	5,2	...	...
PMI manufactures (oficial)	49,8	49,6	49,9	49,4	49,5	49,4	50,1	49,3	49,0
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.194	1.086	1.146	1.176	1.194	1.194	...	...
Exportacions	4,6	5,5	5,7	6,0	6,5	3,8	6,6	...	...
Importacions	1,0	0,0	–6,9	–0,8	4,4	2,9	5,7	...	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,1	–0,1	0,0	–0,2	0,6	0,8	0,2	...
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	7,0	7,0	6,9

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	12/25	01/26	02/26
Vendes al detall (variació interanual)	1,2	2,3	2,4	3,0	1,9	2,0	1,3	...	...
Producció industrial (variació interanual)	-3,0	1,5	1,5	1,3	1,5	1,8	1,2	...	...
Confiança del consumidor	-12,6	-13,4	-12,7	-14,3	-13,6	-12,9	-13,2	-12,4	-12,2
Sentiment econòmic	95,9	95,9	95,9	94,7	95,9	97,2	97,0	99,3	98,3
PMI manufactures	45,9	49,1	47,6	49,3	50,1	49,5	48,8	49,8	50,8
PMI serveis	51,5	51,3	51,0	50,1	50,9	53,0	52,4	51,6	51,9
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,4	6,4	6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,4	3,8	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	...
França (% pobl. activa)	7,4	7,7	7,5	7,6	7,7	7,9	7,8	7,7	...
Itàlia (% pobl. activa)	6,6	6,1	6,3	6,3	6,0	5,6	5,5	5,1	...
PIB real (variació interanual)	0,8	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	-	-	-
França (variació interanual)	1,1	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	0,6	0,7	0,7	0,5	0,7	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	12/25	01/26	02/26
General	2,4	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	2,0	1,7	1,9
Nucli	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,4

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	12/25	01/26	02/26
Saldo corrent	3,4	8,6	3,0	3,6	4,7	8,6	8,6	...	...
Alemanya	5,8	18,0	5,4	6,7	9,3	18,0	18,0	...	...
França	0,1	-1,8	0,0	-0,3	-0,9	-1,8	-1,8	...	...
Itàlia	1,1	4,9	0,9	1,3	2,4	4,9	4,9	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,6	96,5	93,2	96,6	98,3	98,0	98,2	97,8	97,7

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	12/25	01/26	02/26
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	3,0	2,8	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	0,5	2,2	1,5	2,1	2,5	2,9	3,0	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	3,4	3,3	...
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	3,6	3,5	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,5	5,4	5,2	5,8	...
Altres dipòsits a curt termini	12,3	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,4	-0,6	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	14,6	11,0	4,4	1,0	-0,6	1,6	...
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: entre la resistència i la desacceleració

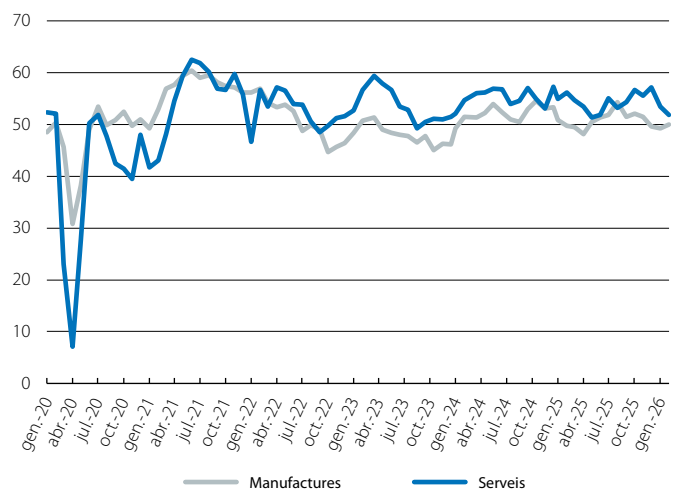
L'economia espanyola va tancar el 2025 amb un creixement sòlid i arrenca el 2026 amb registres encara dinàmics, tot i que una mica inferiors als de l'any passat. En conjunt, els indicadors publicats fins a la data són coherents amb l'escenari de previsions de CaixaBank Research, detallat al Focus [«L'economia espanyola el 2026»](#), en aquest mateix *Informe Mensual*, i que enguany espera un creixement del PIB del 2,4%. Això permet afrontar les potencials conseqüències de la guerra que ha esclatat a l'Orient Pròxim des d'una posició una mica més còmoda que la d'altres economies, però encara és aviat per valorar les conseqüències que pot tenir, les quals dependran, en gran part, de la durada del conflicte i de l'impacte que tinguin sobre els preus de l'energia, sobre les rutes comercials i, en última instància, sobre les condicions financeres globals i sobre la confiança dels agents. Avui dia, els riscos estan clarament esbiaixats a la baixa.

Consum i ocupació, de menys a més. Els indicadors disponibles per al 1T mostren una economia encara resilient, en especial davant el mal temps que ha afectat diverses comunitats autònomes en el tram inicial de l'any. D'una banda, el [Monitor de consum de CaixaBank Research](#) reflecteix l'impacte del mal temps durant les primeres setmanes de febrer, tot i que les últimes dades ja mostren una clara millora. Així, mentre que, en la primera quinzena del mes, la despesa en consum amb prou feines va créixer en termes interanuals, en la segona setmana, va agafar impuls i va augmentar, de mitjana, el 3,2%. Com a referència, en el 4T 2025, el ritme de creixement es va situar en el 4,6%. Més enllà de les xifres agregades, cal esmentar que la desacceleració es va concentrar en moda, en transport i en oci i hostaleria, mentre que, a la resta de categories, la despesa ha tornat a presentar un comportament dinàmic.

El mercat laboral també ha iniciat l'any de menys a més. Al gener, el ritme de creació d'ocupació va ser, tot just, de 17.000 afiliats en termes intermensuals i desestacionalitzats, lluny dels 42.000 registrats, de mitjana, el 2025. En canvi, al febrer, l'avanç ha estat de 45.000 afiliats, una xifra coherent amb el ritme de creixement dinàmic de l'any passat i que fa pensar que l'ensopegada de l'inici del 2026 ha estat temporal. De fet, en els dos primers mesos de l'any, el ritme mitjà de creació d'ocupació desestacionalitzada ha assolit els 31.000 afiliats mensuals. Si aquesta dinàmica es manté al llarg de l'any, el 2026, les noves altes superarien, aproximadament, les 375.000, un registre només lleugerament inferior al previst, de 400.000 afiliacions netes, sense incloure l'efecte de la regularització extraordinària anunciada pel Govern.

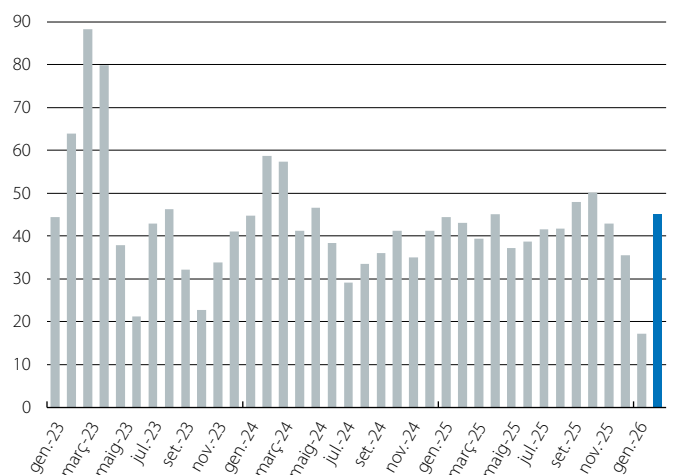
El creixement de l'activitat es modera. Pel costat de l'oferta, els índexs PMI també suggereixen que el ritme de creixement continua sent positiu i relativament dinàmic, malgrat que, probablement, una mica més moderat. D'una banda, sembla que el PMI manufacturer ha tocat fons després de diversos mesos de feblesa, tot i que continua en registres relativament baixos. En concret, al febrer, es va situar en els 50 punts, un nivell que sol

Espanya: PMI Nivell



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social * Variació intermensual (milers de persones)



Nota: * Sèrie corregida d'estacionalitat.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions.

Espanya: preu de l'habitatge Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana.

delimitar la zona expansiva de la contractiva i que és lleugerament superior al registre del gener. No obstant això, en el 1T, la mitjana se situa en els 49,6 punts, clarament per sota dels 51,1 punts del 4T 2025. L'índex PMI de serveis també s'està afeblint en relació amb els registres amb què va finalitzar el 2025. Al febrer, es va situar en els 51,9 punts, la qual cosa deixa la mitjana des de l'inici d'enguany en 52,7 punts, clarament per sota dels registres amb què va tancar el 2025.

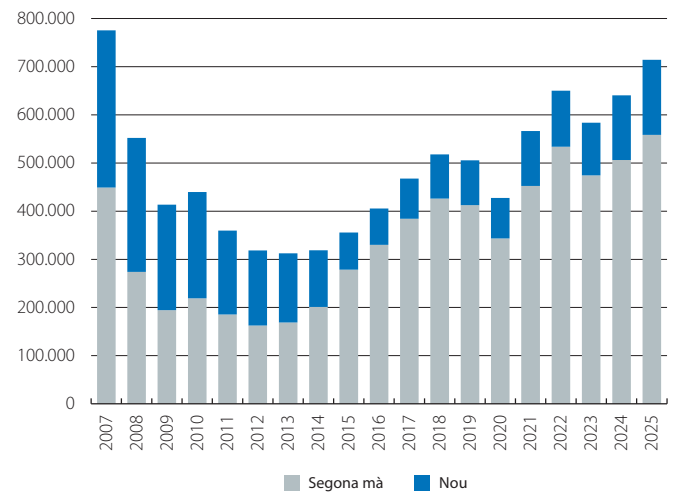
La demanda d'habitatge s'estabilitza. El mercat de l'habitatge ofereix una tendència similar a la de la resta d'indicadors: el nivell d'activitat és elevat, però el ritme de creixement perd força. Això queda reflectit en l'evolució de les compravendes: el 2025 es va tancar amb 714.237 transaccions, un nivell històricament elevat (entre els anys 2014 i 2019, es van tancar, de mitjana, 428.000 transaccions a l'any). No obstant això, el ritme de creixement s'ha anat afeblint en els últims mesos: durant el primer semestre de l'any, el creixement de les compravendes mitjanes va ser del 20,9% interanual, una dada que contrasta amb la mitjana del 4,5% del segon.

De tota manera, la pressió de la demanda es continua traslladant als preus en un context en què l'oferta creix a un ritme més moderat. El valor taxat de l'habitatge lliure del Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana va avançar el 13,1% interanual en el 4T, el major increment del cicle actual. Malgrat que els preus assolixen nous màxims nominals, en termes reals, es mantenen encara el 25% per sota dels nivells del 2007. En conjunt, les dades recents reforcen un escenari caracteritzat pel dèficit estructural d'habitatge, que, probablement, continuarà exercint pressió sobre els preus.

La inflació s'estabilitza en cotes moderades. La desacceleració moderada de l'economia espanyola va acompanyada d'una reducció de les pressions inflacionistes. Al febrer, la inflació es va mantenir en el 2,3%, lluny dels registres pròxims al 3% amb què va tancar el 2025. El nostre escenari de previsions espera que la inflació es consolidi en valors similars als actuals, la qual cosa hauria de propiciar que el creixement del consum privat, i de l'activitat en general, continuï sent dinàmic, però l'augment dels preus de l'energia que està causant la guerra que ha esclatat a l'Orient Pròxim podria reactivar les pressions inflacionistes en els propers mesos.

El compte corrent resisteix malgrat el deteriorament del context internacional. Tot i el difícil context internacional, el sector exterior s'ha mantingut com una palanca de suport per a l'economia espanyola fins a la data. El 2025, el compte corrent va tancar amb un superàvit del 2,9% del PIB, un nivell una mica inferior al 3,2% de l'any anterior, però encara per damunt de la mitjana del 2,3% del període 2014-2019. Sota aquest resultat global s'amaguen dinàmiques contraposades. D'una banda, la balança comercial es va deteriorar de forma notable en un entorn marcat per l'augment dels aranzels i per la reducció dels fluxos comercials amb els EUA. No obstant això, aquest deteriorament va ser compensat per la millora del superàvit de serveis, que va assolir el 7,1% del PIB, gràcies al dinamisme de les exportacions de serveis no turístics, mentre que el superàvit turístic va registrar una lleugera desacceleració.

Espanya: compravendes d'habitatge (Unitats)



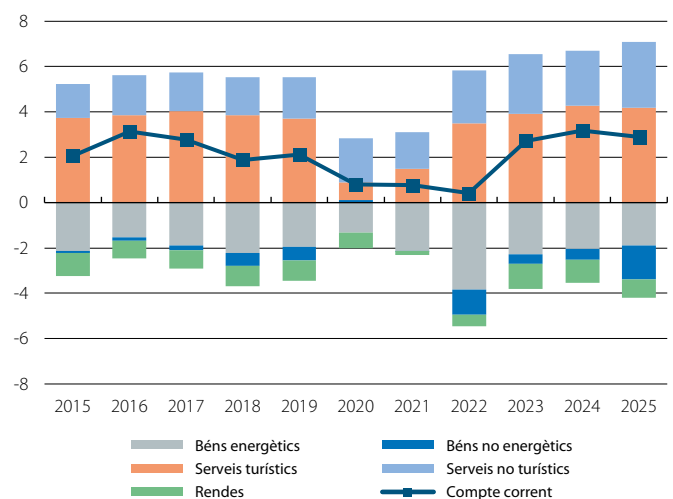
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: IPC Variació interanual (%)



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

Espanya: balança de pagaments Saldo sobre el PIB (%)



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

L'economia espanyola el 2026

L'escenari de previsions de CaixaBank Research per a l'economia espanyola, tancat abans de l'esclat de la guerra a l'Iran, contempla un creixement dinàmic el 2026, tot i que més moderat que el dels últims anys. La demanda interna i, en especial, el consum privat i la inversió van iniciar l'any amb prou bases per créixer amb força i continuar liderant la recuperació. No obstant això, l'esclat del conflicte al Pròxim Orient obre un nou capítol d'incertesa econòmica i política a nivell global.

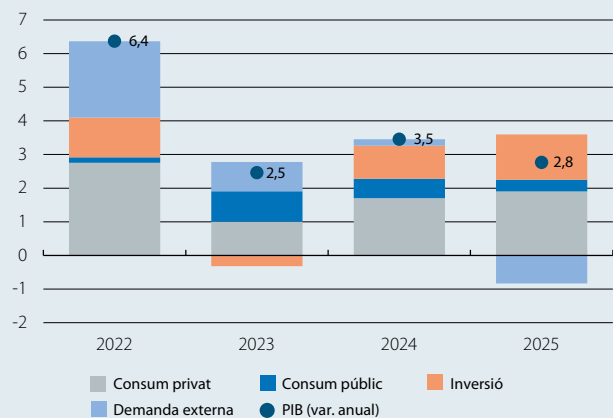
Les conseqüències econòmiques d'aquest conflicte dependran del seu abast regional i de la seva durada, així com del dany que pateixin les infraestructures energètiques de la zona. En aquest sentit, encara és aviat per valorar l'impacte que pot tenir per a l'economia espanyola. A l'hora de tancar aquest informe, el repunt dels preus de l'energia ha estat notable, però els mercats descompten que podria ser transitori; el repunt de les expectatives d'inflació també ha estat moderat, i les primes de risc sobirà continuen en nivells relativament baixos. Aquests són alguns dels canals a través dels quals l'economia espanyola es podria veure afectada, de manera que, en els propers mesos, caldrà seguir-ne de prop l'evolució.

L'economia va tancar el 2025 amb bon peu

El 2025 va ser un bon any per a l'economia espanyola. Malgrat els desafiaments aranzelaris, el PIB va avançar un destacable 2,8%, gairebé el doble que l'1,5% del conjunt de la zona de l'euro. La composició del creixement va confirmar el viratge de les fonts de creixement. La demanda interna i, en especial, el consum privat i la inversió van ser els motors de l'expansió, mentre que la demanda externa neta va restar creixement per primera vegada en anys (vegeu el gràfic). Aquesta aportació negativa no implica una pèrdua de competitivitat –com ho expliquem al Focus [«Les exportacions espanyoles davant els desafiaments per a la seva competitivitat»](#), en aquest mateix [Informe Mensual](#)–, sinó que reflecteix l'avanç feble del nostre principal soci comercial, el gir proteccionista dels EUA i el fort augment de les importacions vinculades a la inversió i, en menor mesura, al consum.

El creixement del 4T 2025 va ser millor del que s'esperava: el PIB va avançar el 0,8% intertrimestral i va superar la previsió inicial del 0,5%. De la mateixa manera que en el conjunt de l'any, l'impuls va venir del consum privat i de la inversió, mentre que el sector exterior va restar creixement malgrat l'avanç de les exportacions. Aquesta sorpresa positiva situa l'economia espanyola en un punt de partida millor per encarar l'any 2026 i afegeix 0,2 p. p. a la previsió de creixement anual de manera mecànica per l'anomenat efecte arrossegament.

Espanya: desglossament del creixement del PIB (p. p. i variació anual)



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

Després del bon tancament del 2025, els indicadors d'activitat, d'ocupació i de consum disponibles per al 2026 presenten un perfil més irregular. Les primeres dades d'afiliació a la Seguretat Social i els índexs PMI mostren una certa moderació en relació amb el trimestre anterior, a causa, en part, de les disrupcions provocades pel mal temps. L'indicador de consum de CaixaBank Research també presenta una pèrdua temporal d'impuls a causa del mal temps: al gener, va créixer el 4,0% interanual, un registre molt similar al del 2025; en les dues primeres setmanes de febrer, el ritme d'avanç es va reduir per sota de l'1%, però les últimes dades ja apunten a una certa recuperació. L'escenari de previsions contempla un creixement del 0,5% en el 1T 2026, però de forma coherent amb aquest panorama els riscos s'han anat desplaçant a la baixa.

Supòsits subjacents a l'escenari

L'economia espanyola s'ha beneficiat de diverses dinàmiques que es podrien mantenir en el temps i continuar impulsant l'activitat. La població va créixer l'1,0% el 2025, molt per damunt del ritme mitjà del 0,4% registrat entre el 2014 i el 2019, gràcies, sobretot, als fluxos d'immigració. Malgrat que aquests fluxos es podrien moderar, és probable que continuïn sostenint el creixement demogràfic en els propers anys.

El mercat laboral ha aconseguit absorbir l'augment de població, i la taxa d'ocupació –ocupats sobre la població més gran de 16 anys– va continuar creixent: va passar del 52,1% del 2024 al 52,8% el 2025. El nostre escenari assumeix que aquesta tendència es mantindrà en els propers trimestres, ja que no observem senyals clars de tensionament. Una prova d'això és que l'indicador salarial de CaixaBank Research mostra que els salaris del sector privat

van créixer, de mitjana, el 2,7% el 2025, per sota del 3,3% registrat el 2024, la qual cosa suggereix l'absència de pressions salarials generalitzades.

A més a més, el 2025, es va iniciar un potent cicle inversor, en especial en béns d'equipament. Aquest tipus de cicle sol mostrar una persistència elevada, de manera que, mentre les condicions macrofinanceres continuïn sent acomodaticies i la incertesa no augmenti de manera persistent, la inversió podria mantenir un cert dinamisme en els propers anys.

En el pla internacional, la principal incògnita és el preu de l'energia. Abans de l'esclat del conflicte, anticipàvem una moderació gradual. En els primers compassos del conflicte, el preu del Brent i del gas natural han repuntat de manera notable. Malgrat que es tracta d'augmentos significatius, ara com ara són inferiors als registrats el 2022. Si aquests repunts es mantenen durant un període limitat, el seu impacte sobre el creixement i la inflació seria delimitat, de tot just algunes dècimes. Sota aquest supòsit, la pertorbació inflacionista seria temporal i el BCE podria mantenir els tipus d'interès en els nivells actuals. No obstant això, la incertesa és especialment elevada en aquesta dimensió.

En relació amb els mercats exteriors, l'escenari de previsions se sustenta en la hipòtesi d'un creixement moderat de les principals destinacions d'exportació, al voltant del 2% el 2026 (el 2,8% el 2025, el 4,3% entre el 2017 i el 2019), però podria ser inferior en funció de com evolucioni el conflicte al Pròxim Orient.¹ Per tant, és probable que les exportacions espanyoles continuïn avançant a un ritme contingut.

Escenari de previsions

L'escenari de previsions assumeix que, el 2026, l'economia espanyola mantindrà una bona part de les dinàmiques que van marcar el 2025, tot i que, en funció de l'evolució del conflicte a l'Iran, es podrien veure més o menys afectades. En principi, la demanda interna –sostinguda pel consum i per la inversió– podria continuar sent el principal motor del creixement. En canvi, s'espera que les exportacions mantinguin un paper més discret a causa de la feblesa del comerç global. Al mateix temps, l'avanç previst de les importacions per atendre la demanda interna faria que la demanda externa resti creixement. Després del 2,8% registrat el 2025, l'escenari preveu que el PIB creixi el 2,4% el 2026 i el 2,0% el 2027.

El consum privat podria comptar amb el suport de les baixades de tipus d'interès, del creixement demogràfic impulsat per la immigració, de la solidesa del mercat laboral i de la reducció gradual de la taxa d'estalvi. Per la seva banda, la inversió també es podria beneficiar d'uns tipus d'interès més baixos i del suport continuat dels fons NGEU. Aquest 2026 és un any clau per a aquests fons, ja que és l'últim any de vigència, i el nostre escenari suposa que s'aconseguirà executar la totalitat abans de la data límit, la qual cosa implicaria una lleugera acceleració del ritme d'execució. Si, entre el 2023 i el 2025, es van executar, de mitjana, uns 15.000 milions anuals, el 2026, s'assumeix que se n'executaran uns 16.000 milions. Per components, es contempla un major impuls de la inversió residencial, mentre que s'espera que la inversió en equipament creixi a un ritme més moderat.

D'altra banda, l'escenari contempla una moderació de la inflació fins a cotes pròximes al 2,4%, en relació amb el 2,7% del 2025. No obstant això, el repunt dels preus de l'energia arran del conflicte al Pròxim Orient introdueix riscos a l'alça en aquest sentit. Més enllà dels dubtes sobre la futura evolució del component energètic, cal notar la resistència dels preus dels serveis a moderar-se i una certa reactivació de les pressions dels preus dels aliments.

La incertesa que envolta les previsions del mercat laboral també és elevada. Va tancar el 2025 amb un to molt sòlid, fins i tot accelerant el ritme de creixement en el tram final de l'any. En aquest context, el creixement de l'ocupació ha arrencat el 2026 amb unes perspectives relativament favorables, i així ho reflecteix el nostre escenari de previsions, que contempla un creixement de l'ocupació del 2,3% enguany i una reducció de la taxa d'atur fins al 9,8%. Però també en aquest àmbit es podria notar l'impacte de la guerra al Pròxim Orient si afecta els preus de l'energia, el comerç global o les condicions financeres.

En definitiva, l'economia espanyola ha arrencat l'any amb prou bases per continuar creixent de manera notable, però l'esclat de la guerra a l'Iran fa que torni a ser molt difícil qualsevol exercici de previsions. En funció de la durada, de la intensitat i de l'abast geogràfic del conflicte, l'impacte serà més o menys intens. Per anar-lo calibrant, en els propers mesos, caldrà seguir de prop la magnitud i la persistència esperades del repunt dels preus de l'energia i les potencials afectacions en els fluxos comercials globals, així com la resistència de les condicions financeres.

Oriol Carreras Baquer

1. Per a més informació sobre el càlcul dels mercats d'exportació, vegeu l'article «Com afectarà l'economia espanyola el comportament dels seus principals mercats d'exportació?», a l'IM11/2025.

El sector exterior espanyol va sorprendre positivament el 2025

El complex entorn internacional del 2025 –marcat per l'enduriment de la política aranzelària dels EUA, per la desacceleració del comerç global i per un nivell d'incertesa elevat– feia presagiar un fort deteriorament del saldo per compte corrent de l'economia espanyola, que venia mostrant un comportament excel·lent amb superàvits ininterromputs des del 2012. Aquests factors ens van empènyer a revisar a la baixa, cap a la meitat del 2025, la previsió del superàvit del compte corrent fins al 2,3% del PIB. No obstant això, el balanç ha estat millor del que es preveia, gràcies a altres factors més favorables, com la contenció dels preus internacionals de l'energia i el dinamisme de les exportacions de serveis, tant dels turístics com, sobretot, dels no turístics. En conseqüència, el desgast de la balança per compte corrent va ser molt limitat i va llançar un superàvit del 2,9% del PIB, amb prou feines 3 dècimes menys que el registre històric del 2024.

Per partides, el 2025, el dèficit de la balança de rendes es va situar en el 0,8% del PIB, lleugerament per sota de l'anotat l'any anterior (l'1,0%), però molt similar a la mitjana registrada des del 2014. Aquesta balança, que presenta un dèficit crònic arran de la posició deutora de l'economia espanyola amb l'exterior,¹ està vinculada, principalment, al pagament d'interessos i dividendes als inversors estrangers (rendes primàries) i a les transferències corrents procedents de la UE, entre les quals destaquen els fons NGEU (rendes secundàries). Amb informació encara incompleta (gener-setembre), la intensa correcció del dèficit de les rendes primàries (el -0,2% del PIB vs. el -0,4% d'un any abans), arran de la caiguda dels tipus d'interès, contrasta amb l'estabilització del dèficit de les rendes secundàries (el -0,7% del PIB).

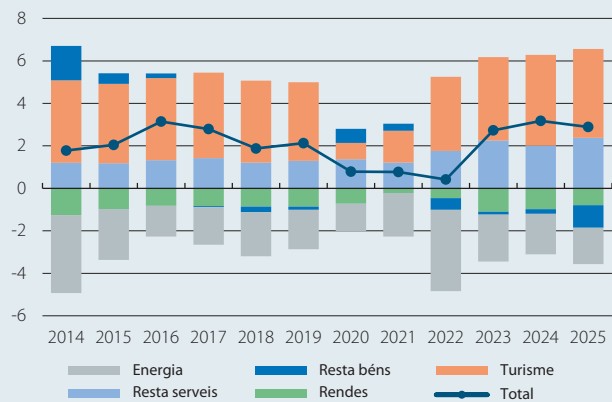
Pel que fa al dèficit comercial de béns, va augmentar amb força, fins al 2,8% del PIB (el 2,1% el 2024),² llatat pel fort deteriorament del saldo de béns no energètics en un context caracteritzat per una demanda interna més dinàmica, que va impulsar les importacions, sobretot les de béns d'equipament, i per una desacceleració de la demanda externa, en línia amb l'escàs vigor de la zona de l'euro, la principal destinació de les nostres exportacions. També van contribuir al comportament menys favorable de les exportacions la fortalesa de l'euro (es va apreciar gairebé el 14% enfront del dòlar) i la major competència internacional, intensificada per les tensions aranzelàries

1. Vegeu el Focus «La balança de rendes es ressent de la pujada de tipus d'interès», a l'IM04/2024.

2. Es tracta d'una estimació, ja que les dades de tancament del compte de béns de la balança de pagaments no es coneixeran fins al proper 24 de març. El saldo en termes de la balança de pagaments és lleugerament diferent del saldo en termes de duanes. Per a més informació sobre les diferències entre els dos saldos, vegeu el Focus «Excel·lents registres del sector exterior el 2024», a l'IM03/2025.

Espanya: balança per compte corrent

(% sobre el PIB)

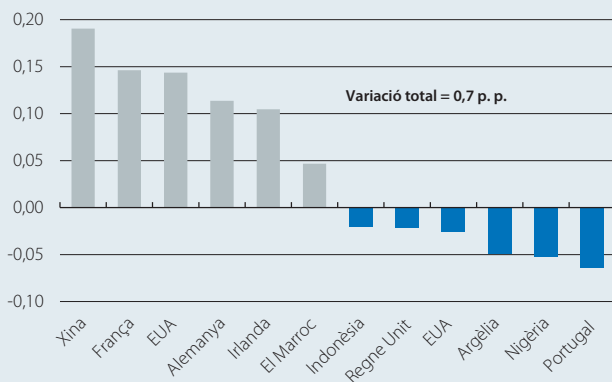


Nota: Dades de comerç de béns energètics segons la classificació CUCI.

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

Espanya: contribució a la variació del dèficit comercial el 2025

(p. p. de PIB)



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

globals i per les estratègies de diversificació de mercats. Tot això explica l'escàs creixement de les exportacions espanyoles no energètiques, amb prou feines l'1,8%, un ritme molt inferior al de les importacions (el 6,7%). En el cas de la balança energètica, el seu comportament va ser més favorable, i el seu dèficit tradicional va registrar una correcció intensa, en sintonia amb l'abaratiment de les importacions (el preu del barril de petroli Brent va caure el 18,6% en dòlars).

Un dels elements més destacats del panorama internacional del 2025 va ser l'augment dels aranzels per part dels EUA. L'exposició del sector exportador espanyol a l'economia nord-americana és reduïda (amb dades del 2024, les exportacions de béns espanyoles cap als EUA representen l'1,1% del PIB, en relació amb el 3,2% de la UE), la qual cosa

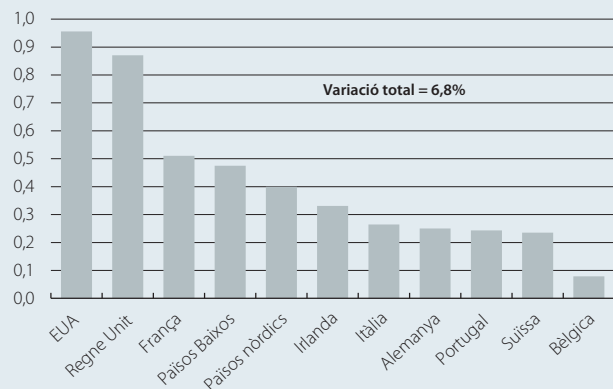
ha esmorteït l'impacte directe.³ No obstant això, a la forta caiguda de les vendes als EUA (el -8,0%), sobretot d'olis, de productes químics i de derivats del petroli, s'afegeixen les vigoroses importacions (el +7,0%), impulsades, en els últims anys, per la partida energètica.⁴ Això comporta una notable ampliació del dèficit comercial amb els EUA, que, al seu torn, explica una part substancial del deteriorament del saldo comercial total (vegeu el segon gràfic).

Quant a la balança de serveis, continua anotant superàvits rècord. D'una banda, el turisme va tornar a ser el motor de la balança corrent i va demostrar una gran resiliència malgrat la desacceleració econòmica global, amb un superàvit que es va mantenir molt a la vora dels màxims històrics (el 4,2% del PIB vs. el 4,3% anterior).⁵ De l'altra, la depreciació del dòlar enfront de l'euro no va reduir l'arribada de viatgers nord-americans, un dels mercats amb una despesa mitjana més elevada.⁶ Ben al contrari, va ser el mercat que més va contribuir al creixement de la despesa total i, dins els no europeus, el que més va aportar al creixement de l'entrada de turistes (vegeu el tercer gràfic).

Pel que fa als serveis no turístics, que han guanyant pes en el sector exterior espanyol en els últims anys, van mostrar un comportament millor del que s'esperava. Activitats com transport, serveis financers, consultoria i serveis digitals van registrar una evolució molt positiva, afavorida per l'externalització creixent de les empreses europees i per la consolidació d'Espanya com a pol de serveis corporatius avançats. Aquest dinamisme va permetre incrementar 4 dècimes el superàvit d'aquesta subbalança, fins al 2,4% del PIB, la qual cosa representa un nou màxim històric. Amb dades fins al setembre, les exportacions creixen el doble que les importacions (el 15,4% interanual vs. el 7,7%), de manera que el superàvit es dispara el 33,0% interanual. Per tipus de servei, només la propietat intel·lectual i les assegurances i pensions registren dèficits, mentre que destaca la notable millora del superàvit del transport.

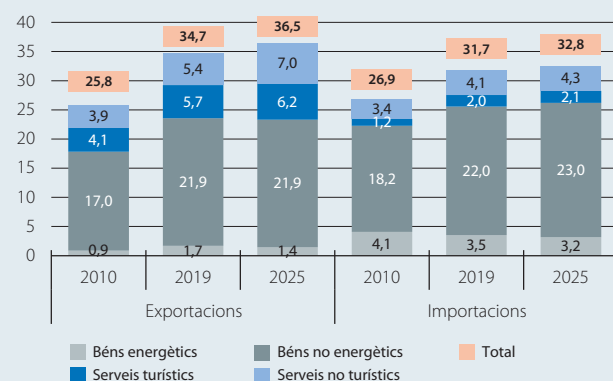
En definitiva, les dades del 2025 reforcen el diagnòstic d'un sector exportador espanyol robust. Amb una mirada a llarg termini, la mitjana del superàvit per compte corrent entre el 2023 i el 2025 es va situar 0,6 p. p. per damunt de la mitjana del 2017-2019. El notable augment, en les últimes dècades, del pes de les exportacions de béns no energètics i de serveis –turístics i no turístics– (vegeu l'últim

Espanya: contribució a la variació de la despesa turística el 2025 (p. p.)



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

Espanya: exportacions i importacions de béns i serveis (% sobre el PIB)



Nota: Dades de comerç de béns segons la classificació CUCI.

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

gràfic) reflecteix una diversificació creixent del sector exterior. En aquest context, i com es detalla al Focus «Les exportacions espanyoles davant els desafiaments per a la seva competitivitat», d'aquest mateix informe, sembla que l'empitjorament del saldo de béns no energètics d'enguany s'explica, en especial, per la feblesa dels nostres principals socis comercials i per l'avanç de les importacions vinculat al repunt inversor, més que per un deteriorament de la competitivitat.

Sergio Díaz Valverde

3. Per a més informació, vegeu l'article «Tensions aranzelàries i reconfiguració dels fluxos comercials: impacte a Espanya», a l'Observatori Sectorial 15 2025.

4. Des de l'esclat de la guerra a Ucraïna, s'ha disparat la dependència del gas natural líquid nord-americà. Vegeu el Focus «La rellevància dels intercanvis comercials de béns entre Espanya i els EUA», a l'IM12/2024.

5. Aquesta lleugera reducció del superàvit és deguda, principalment, al fort creixement dels pagaments de turisme, molt superior al dels ingressos (el 15,3% vs. el 6,9%).

6. La despesa mitjana per turista nord-americà va ser de 2.296 euros, el 65% per damunt de la mitjana (1.392 euros).

Les exportacions espanyoles davant els desafiaments per a la seva competitivitat

En els tres últims anys, el sector exterior espanyol ha millorat de forma notable la seva posició: el superàvit per compte corrent va passar de representar el 0,4% del PIB el 2022 a prop del 3% del PIB el 2025, la qual cosa reflecteix una major capacitat de finançament enfront de la resta del món. Aquesta millora es dona, però, en un context en què la inflació espanyola, en els dos últims anys, ha mantingut un diferencial lleugerament positiu en relació amb la mitjana de la zona de l'euro, coincidint, a més a més, amb un euro que ha tendit a apreciar-se enfront del dòlar en aquest període. Davant el possible encariment de les exportacions derivat d'aquestes condicions, n'avaluem l'impacte sobre la competitivitat en preu i en costos de les vendes a l'exterior i analitzem com se situa avui la quota exportadora espanyola en un escenari global amb tensions comercials creixents i en què sembla que s'estan reduint els marges per competir.

Per mesurar la competitivitat per preus, utilitzarem el tipus de canvi efectiu real (TCER), que mesura el tipus de canvi nominal d'Espanya fent la mitjana amb relació a un conjunt de socis comercials, ajustat per la inflació relativa segons l'IPC harmonitzat. L'ajust per la inflació captura les diferències de preus al consum entre Espanya i les seves contraparts. Per tant, si el TCER puja, significa que Espanya perd competitivitat, ja que les exportacions s'encareixen i les importacions s'abarateixen en termes relatius, i viceversa.

Al primer gràfic, comparem el TCER d'Espanya amb el de la zona de l'euro i un grup de 37 països industrialitzats. En la comparació amb la zona de l'euro, en compartir moneda, el component del tipus de canvi nominal no opera i la lectura equival a comparar preus relatius. Després d'un punt d'inflexió en l'últim trimestre del 2022 (quan la inflació a Espanya va pujar menys que en altres països de la zona de l'euro), veiem un deteriorament modest de la competitivitat fins a l'últim trimestre del 2025, que ens deixa, però, en un nivell encara més competitiu que el que teníem el 2019. En la comparació amb el conjunt de 37 països, el repunt recent del TCER és més intens, a causa de l'impacte de l'apreciació de l'euro. Malgrat això, ens mantenim en nivells comparables amb els que teníem abans de la pandèmia.

D'altra banda, també podem analitzar l'evolució del TCER deflactat per l'índex del cost laboral unitari (CLU) en lloc de la inflació. Aquest ens permet veure si, des del costat de la producció, existeix una pressió a través de la relació entre salaris i productivitat que pugui contribuir a l'encariment relatiu en relació amb altres països. Al segon gràfic, s'observa que, després d'un pic del TCER durant la COVID-19, a causa del fort repunt dels CLU, Espanya ha

Espanya: tipus de canvi efectiu real segons l'IPC Índex (100 = 2015)



Nota: * «37 països industrialitzats» inclou la UE-27 més Austràlia, el Canadà, els EUA, el Japó, Noruega, Nova Zelanda, Mèxic, Suïssa, el Regne Unit i Turquia.

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

Espanya: tipus de canvi efectiu real segons el cost laboral unitari Índex (100 = 2015)



Nota: * «37 països industrialitzats» inclou la UE-27 més Austràlia, el Canadà, els EUA, el Japó, Noruega, Nova Zelanda, Mèxic, Suïssa, el Regne Unit i Turquia.

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

recuperat competitivitat de manera clara en relació amb els costos de la zona de l'euro, tot i que se situa en una posició pitjor que la del 2019. En relació amb el grup de 37 economies industrialitzades, la millora que es va produir el 2020 ha tendit a moderar-se, i, després d'un lleuger repunt el 2025, la posició actual és similar a la del 2019.

En conjunt, els dos gràfics mostren un panorama amb matisos: pel costat dels preus finals, s'aprecia una competitivitat sòlida, mentre que la lleugera pèrdua observada recentment prové en grau més alt del costat dels costos laborals, l'evolució dels quals ha estat més favorable en relació amb la zona de l'euro que amb el grup de les 37 economies industrialitzades, la qual cosa, al seu torn, posa en evidència l'efecte de l'apreciació del tipus de canvi. Per saber si aquestes tensions s'han traduït realment en una reculada de la nostra posició exterior, complementem

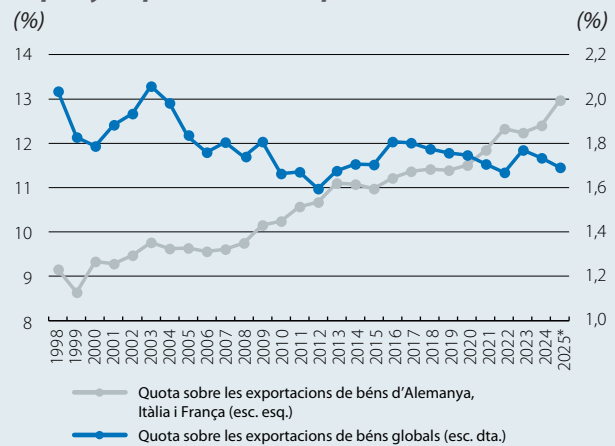
l'anàlisi examinant l'evolució de la quota espanyola d'exportacions de béns i de serveis. Aquesta mesura és útil perquè la competitivitat, més enllà del preu i del cost, es pot avaluar mitjançant altres dimensions, com la innovació, la complexitat o el nivell tecnològic de les exportacions.¹ En aquest sentit, la quota exportadora reflecteix que el conjunt de factors que influeixen en el comerç internacional s'acaba materialitzant en les vendes a l'exterior.

Al tercer gràfic, destaca el guany d'Espanya en relació amb Alemanya, Itàlia i França: la quota espanyola sobre les exportacions de béns d'aquest grup ha continuat augmentant i se situa ja en el 13%, en relació amb l'11,4% del 2019. Aquesta millora s'explica perquè, en el període 2020-2025, les exportacions espanyoles de béns van créixer el 30%, en relació amb un creixement del 12% en el conjunt d'aquests tres països. Al seu torn, la participació d'Espanya en el comerç mundial s'ha mantingut estable, al voltant de l'1,7% en els últims anys, la qual cosa indica que Espanya no ha perdut presència en el comerç global de béns malgrat les dinàmiques d'inflació i de tipus de canvi. Aquesta capacitat de mantenir quota durant aquest període encara és més destacable en un context en què la quota d'exportacions de la Xina, i d'altres economies asiàtiques com el Vietnam i Taiwan, ha crescut de manera imparable.

Pel que fa a la quota de les exportacions de serveis sobre el total mundial, Espanya recupera, en l'últim any, el nivell pre pandèmia, un resultat especialment positiu si es compara amb els d'Alemanya, Itàlia i França, que perden quota. En paral·lel, els EUA, malgrat continuar sent els líders del sector, cedeixen una mica de terreny en el repartiment global, mentre que la Xina i el Regne Unit guanyen quota en els últims anys. Si analitzem els serveis turístics en particular, el funcionament d'Espanya és destacable. La nostra quota mundial se situa al voltant del 6%, per davant de França (al voltant del 4%), d'Itàlia (el 3,5%) i d'Alemanya (el 2,5%), i 1 p. p. per damunt del nivell registrat el 2019, de manera que Espanya es consolida com un dels principals exportadors de serveis turístics d'Europa. Si ens centrem només en els serveis no turístics, després de l'excepcional creixement del sector a partir del 2021, obtenim que Espanya ha sabut defensar la seva quota de mercat en un entorn en què Alemanya, Itàlia, França i els EUA han reculat, tot i que sense millorar-la, atès que el volum d'exportacions mundials també ha augmentat de forma intensa.

En conjunt, els indicadors analitzats suggereixen que, malgrat el diferencial inflacionista i l'apreciació de l'euro en els últims anys, no s'observa un deteriorament rellevant de la competitivitat exterior d'Espanya. Això, en combinació amb unes quotes d'exportació estables o a l'alça

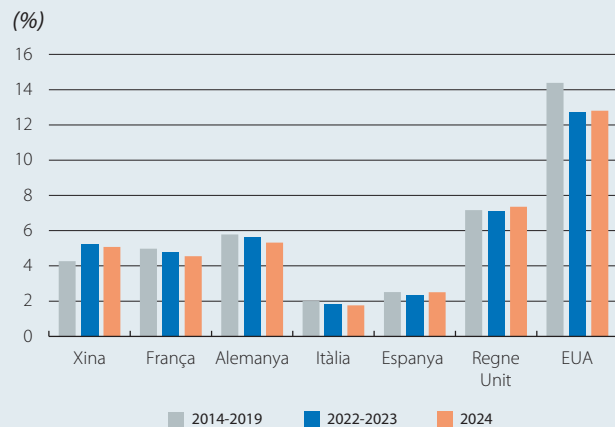
Espanya: quota de les exportacions de béns



Nota: * Dades fins al 3T, acumulat de quatre trimestres.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Organització Mundial del Comerç.

Quota de les exportacions de serveis sobre el total mundial



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Organització Mundial del Comerç.

tant en béns com en serveis, fa pensar que l'economia espanyola ha aconseguit mantenir la seva posició competitiva en un entorn exigent. Aquest funcionament es podria associar a un esforç diversificador del nostre sector exportador, o a la capacitat de competir en altres dimensions, que hauria compensat de forma parcial l'impacte del major nivell de preus relatius. Tot plegat adquireix encara més rellevància en un entorn global en què la Xina continua ampliant el seu pes i en què diverses economies europees i fins i tot els EUA han cedit posicions.

Catalina Becu

1. Vegeu el Focus «S'exporta tecnologia i complexitat des d'Espanya?», a l'IM07/2025.

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	12/25	01/26	02/26
Indústria									
Índex de producció industrial	0,4	1,3	-0,6	1,5	2,5	1,7	-0,3	0,3	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,0	-5,4	-5,0	-3,8	-3,5	-2,5	-2,2
PMI de manufactures (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	49,6	49,2	50,0
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	16,7	8,8	20,1	14,8	7,9	8,8	8,8	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	9,7	11,5	17,0	22,9	18,7	11,5	11,5	...	...
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	3,0	...
PMI de serveis (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	57,1	53,5	51,9
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	1,8	4,3	3,4	5,1	4,5	4,3	2,9	...	...
Matriculacions d'automòbils	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	-2,2	1,1	7,5
Indicador de sentiment econòmic (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,7	104,4	104,6	106,2	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	2,4	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	12/25	01/26	02/26
General	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	2,9	2,3	2,3
Subjacent	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7

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	12/25	01/26	02/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,2	0,7	3,3	2,0	0,8	0,7	0,7	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,1	4,6	4,2	4,1	4,6	4,6	4,6	...	...
Saldo corrent	50,7	48,7	47,8	48,6	48,7	48,7	48,7	...	...
Béns i serveis	66,3	62,6	63,5	63,7	62,1	62,6	62,6	...	...
Rendes primàries i secundàries	-15,7	-13,8	-15,7	-15,1	-13,4	-13,8	-13,8	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	68,7	67,4	66,6	67,6	67,1	67,4	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	12/25	01/26	02/26
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	5,1	4,8	4,6	3,9	4,9	4,8	4,8	5,1	...
A la vista i preavis	2,0	6,7	3,1	5,0	7,2	6,7	6,7	7,2	...
A termini i cessions temporals (repo)	23,5	-4,7	12,6	-1,5	-6,6	-4,7	-4,7	-4,9	...
Dipòsits d'AP ⁵	23,1	4,9	24,4	25,5	7,2	4,9	4,9	5,3	...
TOTAL	6,3	4,8	5,9	5,4	5,1	4,8	4,8	5,2	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	3,5	1,7	2,6	2,8	3,5	3,5	3,4	...
Empreses no financeres	0,4	2,9	1,6	2,5	2,3	2,9	2,9	2,6	...
Llars - habitatges	0,3	3,5	1,4	2,3	2,9	3,5	3,5	3,7	...
Llars - altres finalitats	2,3	4,5	3,1	-261,4	-278,2	4,5	4,5	4,7	...
Administracions públiques	-2,6	10,7	-0,3	5,3	12,9	10,7	10,7	6,6	...
TOTAL	0,5	3,9	1,6	2,7	3,4	3,9	3,9	3,6	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,3	2,7	3,2	3,0	2,9	2,7	2,7	...	...

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.

Inici d'any tempestuós per a l'economia portuguesa

El 2025, l'economia lusitana va créixer l'1,9%, impulsada per la demanda interna, que hi va contribuir amb 3,7 p. p., en especial pel creixement del consum privat. La contribució de la demanda externa va ser negativa (-1,8 p. p.), resultat d'una forta desacceleració de les exportacions (el 0,4% vs. el 3,2% del 2024), mentre que les importacions van continuar creixent a bon ritme, esperonades pel dinamisme del consum i de la inversió. En el 4T, el creixement intertrimestral es va situar en el 0,9% (revisat +0,1 p. p.), la qual cosa situa l'efecte arrossegament per al 2026 en l'1,2% (és a dir, el creixement anual, si es registrés un creixement intertrimestral del 0% en els quatre trimestres). En aquest context, el nostre escenari contempla una previsió del 2,1% per al 2026.

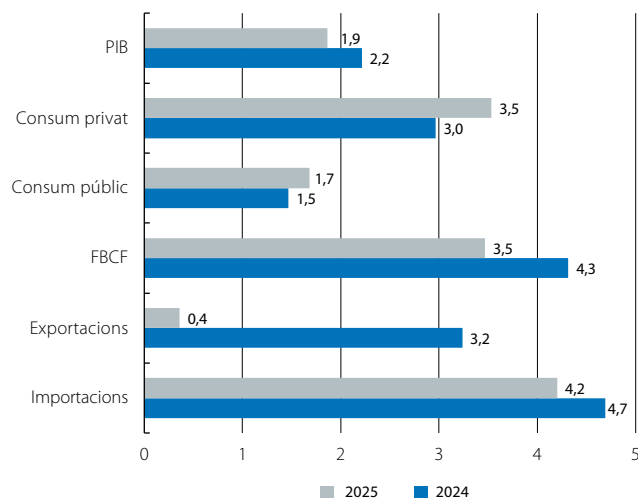
La previsió per al 2026 incorpora els impactes que les condicions meteorològiques adverses podrien tenir en el creixement econòmic. Malgrat que la magnitud de l'efecte d'aquests esdeveniments és encara incerta, es pot esperar un impacte negatiu en el 1T i un impuls de l'activitat en els trimestres següents, a conseqüència de la recuperació de l'activitat i de l'esforç de reconstrucció de les àrees afectades, que podria compensar gairebé en la seva totalitat les pèrdues registrades a l'inici de l'any (encara no totalment comptabilitzades). Els indicadors de sentiment del febrer –que ja incorporen el període d'aquestes tempestes– revelen una evolució positiva. L'indicador ESI de la Comissió Europea va millorar en relació amb el gener (es va situar en els 104,3 punts, en relació amb els 103,4 anteriors), i el de clima econòmic de l'INE també va pujar, amb millores als serveis i a la indústria. En canvi, el sentiment als sectors de la construcció i del comerç es va deteriorar, així com també el sentiment dels consumidors.

L'IPC torna a pujar al febrer. La inflació general es va situar en el 2,1%, en relació amb l'1,9% del gener, impulsada per la forta variació intermensual en els preus de l'alimentació no processada (el +0,5%) i de l'energia (el +0,9%). L'efecte de les tempestes pot haver representat una pressió addicional sobre els preus de l'alimentació no processada, un efecte que es podria arrossegar al llarg de l'any, en una categoria que ja va registrar una inflació elevada l'any passat. La subjacent es va mantenir controlada, per sota del 2%, i es va situar en l'1,9%, en relació amb l'1,8% anterior.

El saldo de la balança corrent es va reduir el 2025. En l'acumulat de l'any, va registrar un excedent de l'1,2% del PIB (3.799,8 milions d'euros), una reducció d'1,0 p. p. en relació amb el registre del 2024. Aquesta evolució es justifica per un augment del dèficit de la balança de béns (+3.952 milions d'euros en relació amb el 2024), per l'augment de les importacions (+2.714 milions d'euros) i per la disminució de les exportacions (-1.238 milions d'euros). D'altra banda, l'excedent de la balança de serveis va augmentar (+1.261 milions d'euros en relació amb el 2024), essencialment per l'augment de les exportacions turístiques. Les dades disponibles mostren que el sector turístic es va mantenir dinàmic en el 1T. Al gener, el nombre d'hostes va augmentar el 3,8% interanual, i les pernoctacions de residents van mantenir una tendència positiva. Mantenim unes perspectives de creixement estable, en un entorn de dinamisme del sector a nivell global.

Portugal: PIB

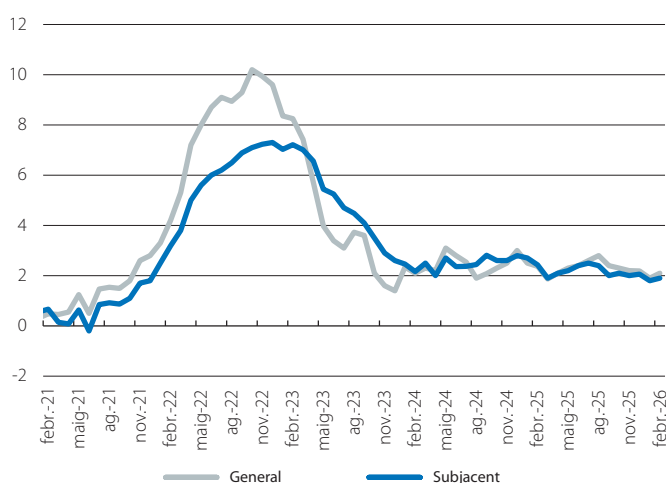
Variació anual (%)



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

Portugal: IPC

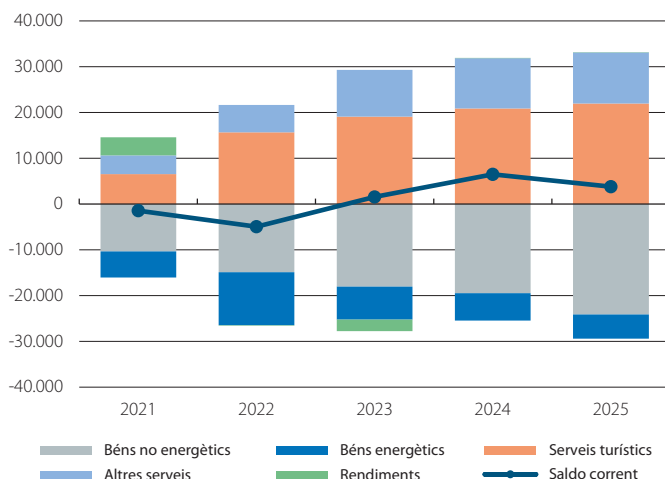
Variació interanual (%)



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

Portugal: compte corrent

Acumulat de l'any (milions d'euros)



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

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	12/25	01/26	02/26
Índex coincident d'activitat	2,0	2,0	1,9	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	0,5	-2,3	1,2	2,8	0,5	1,8	1,2	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,2	-4,0	-5,1	-4,8	-3,4	-2,8	-2,0	-1,4	-2,1
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,5	...	40,2	19,5	7,9	...	...	...	...
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	19,1	18,7	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	6,3	1,9	4,6	4,1	2,6	1,9	1,9	1,7	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	5,6	10,1	12,5	6,6	12,9	8,4	6,6	4,7	5,0
Consum									
Vendes comerç al detall	3,3	4,8	4,5	4,8	5,4	4,4	2,8	4,6	...
Indicador coincident del consum privat	2,8	3,4	3,9	3,5	3,1	3,1	3,2	3,3	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-18,0	-16,2	-15,5	-17,9	-16,2	-15,2	-14,5	-14,7	-15,3
Mercat de treball									
Població ocupada	1,2	3,2	2,4	2,9	3,7	3,7	3,6	2,6	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,4	6,0	6,6	5,9	5,8	5,8	5,6	5,6	...
PIB	2,1	1,9	1,6	1,7	2,2	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	12/25	01/26	02/26
General	2,4	2,3	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	1,9	2,1
Subjacent	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1	1,8	1,9

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	12/25	01/26	02/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	0,5	5,3	4,2	2,0	0,5	0,5	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	3,9	5,4	7,0	6,7	3,9	3,9	...	...
Saldo corrent	6,5	3,8	4,6	3,5	3,0	3,8	3,8	...	...
Béns i serveis	6,4	3,7	4,9	4,0	3,5	3,7	3,7	...	...
Rendes primàries i secundàries	0,1	0,1	-0,3	-0,5	-0,5	0,1	0,1	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	9,6	8,3	7,9	6,9	7,0	8,3	8,3	...	...

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	12/25	01/26	02/26
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	5,4	6,5	5,4	6,3	5,4	5,4	5,0	...
A la vista i estalvi	-0,3	8,1	5,0	5,1	8,6	8,1	8,1	7,5	...
A termini i preavis	15,3	3,1	7,8	5,8	4,3	3,1	3,1	2,8	...
Dipòsits d'AP	26,7	28,7	29,3	39,6	-0,5	28,7	28,7	25,3	...
TOTAL	7,9	6,0	7,1	6,4	6,1	6,0	6,0	5,6	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,9	6,6	3,3	4,9	5,8	6,6	6,6	6,7	...
Empreses no financeres	-1,0	2,8	0,1	2,2	2,4	2,8	2,8	2,4	...
Llars - habitatges	3,0	9,3	4,9	6,4	8,0	9,3	9,3	9,6	...
Llars - altres finalitats	5,4	7,0	5,7	6,6	6,9	7,0	7,0	7,1	...
Administracions públiques	0,6	6,4	-8,0	3,8	4,8	6,4	6,4	5,2	...
TOTAL	1,9	6,6	2,9	4,9	5,8	6,6	6,6	6,6	...
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

