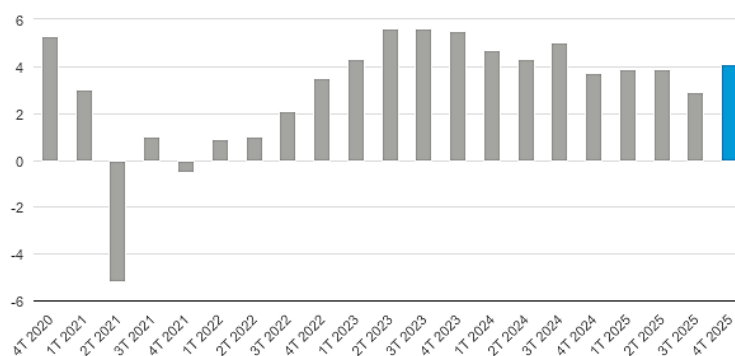


Economia espanyola

El mercat laboral espanyol continua mostrant un elevat ritme de creixement. En les últimes dues quinzenes (des de mitjan febrer a mitjan març), l'afiliació a la Seguretat Social en termes desestacionalitzats ha avançat en uns 70.000 afiliats, un ritme no observat des de principis del 2023. Per part seva, l'Enquesta trimestral de cost laboral (ETCL) recull una desacceleració generalitzada dels costos: el cost laboral per treballador va créixer en el conjunt del 2025 el 3,4% (6 dècimes menys que el 2024), mentre que el cost laboral per hora efectiva ho va fer el 3,6% (8 dècimes menys). En paral·lel, les vacants van augmentar l'1,9% fins a situar-se en una mitjana anual de 152.760, amb un creixement concentrat principalment en la indústria manufacturera i en l'Administració pública.

Espanya: cost laboral total per hora*

Variació interanual (%)



Nota: *Sèrie desestacionalitzada i ajustada per efectes de calendari.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (ETCL).

Economia internacional

El conflicte al Pròxim Orient amenaça a la baixa el creixement i a l'alça la inflació a la zona de l'euro. En la seva reunió del 19 de març, el BCE va presentar tres nous escenaris per emmarcar les conseqüències econòmiques del conflicte sobre la zona de l'euro. En l'escenari base, elaborat amb els futurs energètics que cotitzaven a mitjan setmana passada (petroli al voltant dels 80 dòlars i el gas prop dels 45 euros en la mitjana de 2026), el BCE va presentar per al 2026 un creixement del 0,9% i una inflació del 2,6% (superant el 3% en el 2T 2026), clarament superior al que es preveia fa uns mesos, però probablement sense incomodar en excés al BCE, sobretot davant la perspectiva de reversió ràpida el 2027. El gruix d'aquesta inflació seria energètica, segons la projecció base del BCE, mentre que els altres dos escenaris (advers i sever) incorporen més tensió energètica i més propagació (efectes indirectes sobre la resta dels preus), a més de turbulències en els mercats financers, incertesa, caiguda de la confiança i feblesa del comerç exterior. En l'escenari advers, amb un pic del petroli i el gas en 120 dòlars i 90 euros, respectivament, el creixement el 2026 baixaria fins al 0,6% i la inflació superaria puntualment el 4%, però s'esvairia amb rapidesa gràcies a una recuperació àgil dels fluxos energètics. En canvi, l'escenari sever assumeix disruptions persistents (el petroli seguiria per sobre dels 100 dòlars a la fi del 2028), la qual cosa portaria el creixement el 2026 fins al 0,4% i la inflació superaria el 4% tant el 2026 com el 2027 (arribant a sobrepassar puntualment el 6%).

Previsions econòmiques del Banc Central Europeu

	Març del 2026				Revisió respecte a desembre del 2025			
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028
PIB								
Var. anual (%)	1,5	0,9	1,3	1,4	0,1	-0,3	-0,1	0,0
Inflació general								
Var. anual (%)	2,1	2,6	2,0	2,1	0,0	0,7	0,2	0,1
Inflació subjacent								
Var. anual (%)	2,4	2,3	2,2	2,1	0,0	0,1	0,3	0,1
Atur								
(% població activa)	6,3	6,3	6,3	6,2	0,0	0,1	0,2	0,3

Font: CaixaBank Research, a partir de les previsions del BCE.

L'economia dels EUA entra al 2026 amb menys impuls del que s'estimava inicialment. La segona estimació de la dada de PIB del 4T 2025 va situar el seu creixement intertrimestral en el 0,2%, enfront del 0,4% inicialment publicat, la qual cosa situa l'avanç per a la mitjana del 2025 en el 2,1% (2,2% en la primera estimació). El detall per components reforça la idea que el tancament del Govern federal va pesar més del que es preveia sobre el consum públic, revisat 2 dècimes a la baixa fins a un -1,5% intertrimestral. El consum privat i la inversió també van patir lleugeres revisions a la baixa, però, en general, van mantenir ritmes de creixement dinàmics. Pel que fa als preus, els indicadors mostren una situació delicada ja abans de l'esclat del conflicte al Pròxim Orient: al gener, la inflació del deflactor del consum privat va cedir 0,1 p. p., fins al 2,8% la general, però la subjacent va pujar 0,1 p. p., fins al 3,1%, màxim en dos anys, amb una inflació en els preus de producció que va repuntar 0,5 p. p. al febrer, fins al 3,4%. En balanç, l'economia afronta el nou escenari geopolític des d'una posició de relativa fortalesa en activitat, però amb un mercat laboral fràgil (vegeu el Pols econòmic de la setmana passada) i inflació persistentment per sobre de l'objectiu de la Fed.

L'economia xinesa accelera a principis d'any, amb riscos a mitjà termini. Les últimes dades d'activitat del gener i el febrer apunten al fet que el creixement de la Xina es va accelerar en el 1T, gràcies a l'embranchida de les exportacions i a la millora de la demanda interna. Així, la producció industrial va créixer un 6,3% interanual al gener i al febrer (vs. 5,2% al desembre), impulsada pel repunt de les exportacions, mentre que les vendes al detall es van recuperar (2,8% interanual vs. el 0,9% al desembre), gràcies a la millora gradual del mercat laboral, amb una inversió fixa en zones urbanes que aconsegueix créixer (1,8% interanual vs. -3,8% fins al desembre del 2025). No obstant això, el sector immobiliari continua sent un llast, amb caigudes continuades en compravendes i preus. Així mateix, en un entorn en què els objectius de creixement i política fiscal anunciats per les autoritats xineses apunten a un impuls fiscal menor el 2026, l'augment del risc geopolític i dels preus de l'energia introdueixen riscos a la baixa en les perspectives de creixement per a enguany.

Mercats financers

Els atacs a les infraestructures energètiques del golf Pèrsic disparen els preus de l'energia. El bombardeig d'Israel sobre el principal jaciment de cru i gas de l'Iran va tenir com a resposta l'atac de l'Iran al complex gasista de Ras Laffan a Qatar, origen de gairebé el 20% del GNL mundial. Els danys soferts podrien retallar la producció de gas de Qatar en, com a mínim, un 17% i la seva recuperació portarà temps, per la qual cosa fins i tot s'han hagut de cancel·lar contractes de llarg termini amb Itàlia, Bèlgica, Corea i la Xina. A tot això, se suma el tancament de l'estret d'Ormuz, amb els efectes sobre l'oferta de productes energètics ja comentats en informes previs. Després dels atacs, el preu del gas va repuntar fins a superar els 60 euros per MW/h, gairebé duplicant la seva cotització prèvia a l'inici del conflicte, mentre que el barril de cru va arribar a cotitzar en màxims intradia de 119 dòlars (si bé després va cedir fins al voltant dels 108 dòlars). Els danys infligits pels atacs iranians a les infraestructures energètiques de la regió fan témer que els preus de l'energia es mantindran elevats molt més temps del que s'esperava d'inici, la qual cosa està condicionant la pujada de les

rendibilitats del deute, especialment en els trams entre l'1 i el 3 anys. De moment, les reunions de política monetària celebrades durant la setmana es van saldar sense canvis en els tipus d'interès de referència, però amb el missatge que caldrà vigilar l'impacte del conflicte (vegeu les notícies següents). Els mercats continuen reajustant les seves expectatives de tipus d'interès oficials i es consoliden en posicions molt més *hawkish* que abans de l'inici dels atacs dels EUA i Israel sobre l'Iran, sobretot amb el BCE, la qual cosa explica la notable apreciació mostrada per l'euro enfront del dòlar, fins a creuaments al voltant d'1,15 euros/dòlar. En aquest context de més incertesa, riscos a la baixa sobre el creixement i possibilitat de veure tipus d'interès més elevats per controlar la inflació, les borses han registrat caigudes de forma generalitzada, destacant negativament les places europees.

El BCE aguanta els tipus i endureix el to. El BCE va mantenir els tipus d'interès (*depo* en el 2,00%), però va traslluir preocupació pel potencial d'estagflació del conflicte al Pròxim Orient, amb un increment de la inflació esperada i una rebaixa en la previsió del creixement econòmic. Lagarde va descriure un escenari canviant, davant d'un xoc «important» i «sever» que «està desplegant-se» i en què la resposta dependrà de la intensitat i la durada de les tensions i la propagació dels seus efectes econòmics (per exemple, efectes indirectes de l'encariment de l'energia sobre la resta dels preus, la confiança dels agents o les cotitzacions financeres). Els escenaris presentats pel BCE mostren que el conflicte pot anar des d'un canvi de dècimes en les perspectives de la zona de l'euro a un repunt inflacionari rellevant (vegeu la secció d'Economia internacional). Lagarde va destacar que el BCE es veu «ben posicionat» per gestionar la situació, remarcant un punt de partida favorable (inflació en l'objectiu i política monetària neutral, amb una activitat resilient), posant en valor els aprenentatges de la crisi inflacionària del 2022 i emfatitzant la importància dels efectes indirectes sobre els preus per determinar el curs d'acció del BCE. Després de la reunió, els mercats financers van reforçar el canvi d'expectatives de les últimes setmanes (abans del conflicte, apuntaven a tipus estables, amb un biaix lleument *dovish*) i, en el tancament del dijous, cotitzaven plenament dues pujades de tipus el 2026 (la primera entre l'abril i el juny, la segona entre el juliol i el setembre) i valoraven un tercer increment (*depo* en el 2,75% al desembre amb un 80% de probabilitat) (vegeu la [Nota Breve](#)).

La Fed manté tipus i adopta un to caut davant dels riscos d'inflació. Com s'esperava, la Reserva Federal va mantenir el tipus *fed funds* en el rang 3,50%-3,75%. En general, el to de la Fed va ser clarament més restrictiu i caut: es van revisar a l'alça les previsions de la inflació general i nucli, les projeccions de tipus d'interès en el *dot plot* van girar cap a menys retallades i l'orientació futura sobre les baixades es va condicionar a un major avanç de la inflació cap a l'objectiu. Quant als impactes del conflicte al Pròxim Orient, es va valorar que són «incerts» i dependran de la seva intensitat i durada. Powell va remarcar que la teoria estàndard advoca mirar més enllà de xocs temporals d'energia, sempre que les expectatives d'inflació romanguin ancorades i el context inflacionista general ho permeti. Així, l'estratègia, ara com ara, serà de pausar i esperar per avaluar l'evolució de l'economia i els fets. Després de la reunió, els mercats financers han retardat l'expectativa de la pròxima baixada de tipus cap a mitjan 2027 (vegeu la [Nota Breve](#)).

EUA: previsions macroeconòmiques de la Fed

	Març del 2026			Desembre del 2025		
	2026	2027	Llarg termini	2026	2027	Llarg termini
Creixement del PIB	2,4	2,3	2,0	2,3	2,0	1,8
Taxa d'atur	4,4	4,3	4,2	4,4	4,2	4,2
Inflació general	2,7	2,2	2,0	2,4	2,1	2,0
Inflació subjacent	2,7	2,2	---	2,5	2,1	---
Tipus <i>fed funds</i>	3,4	3,1	3,1	3,4	3,1	3,0

Notes: El PIB i la inflació s'expressen en variació interanual respecte al 4T. La inflació correspon al PCE.

La taxa d'atur correspon a la mitjana del 4T.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

La resta dels bancs centrals també mantenen sense canvis els seus tipus de referència i mostren un to més prudent. De fet, el Banc del Japó (BoJ) i el Banc d'Anglaterra (BoE) van mantenir el tipus d'interès en el 0,75% i el 3,75%, respectivament. També van deixar sense tocar tipus el Banc de Suïssa (0%) i el Riksbank (1,75%). No obstant això, els bancs centrals reconeixen que el fort repunt dels preus del cru i el gas provocat pel conflicte al Pròxim Orient representa un risc a la baixa per a l'activitat econòmica, però es mostren més preocupats pel seu impacte sobre la inflació. De moment, sembla que el BoJ, el BoE i el Riksbank presenten un biaix més *hawkish*, no tan clar en el Banc de Suïssa, més preocupat per una apreciació excessiva del franc (vegeu la [Nota Breve](#)).

		19-3-26	13-3-26	Var. setmanal	Acumulat 2026	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	2,11	2,16	-5	8	-28
	EUA (Libor)	3,69	3,68	+1	4	-61
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	2,52	2,52	+0	28	15
	EUA (Libor)	3,61	3,62	-1	19	-48
Tipus 2 anys	Alemanya	2,59	2,44	+15	47	42
	EUA	3,79	3,72	+7	32	-17
Tipus 10 anys	Alemanya	2,96	2,98	-2	11	18
	EUA	4,25	4,28	-3	8	1
	Espanya	3,47	3,50	-3	18	4
	Portugal	3,40	3,43	-3	25	11
Prima de risc (10 anys)	Espanya	51	51	-1	7	-14
	Portugal	44	45	-1	15	-7
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		6.606	6.632	-0,4%	-3,5%	16,7%
Euro Stoxx 50		5.614	5.717	-1,8%	-3,1%	3,0%
IBEX 35		16.906	17.059	-0,9%	-2,6%	27,1%
PSI 20		8.947	9.144	-2,2%	8,3%	30,4%
MSCI emergents		1.476	1.469	0,5%	5,1%	29,4%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,159	1,142	1,5%	-1,3%	6,8%
EUR/GBP	lliures per euro	0,863	0,863	0,0%	-1,0%	3,1%
USD/CNY	yuan per dòlar	6,891	6,904	-0,2%	-1,4%	-4,9%
USD/MXN	peso per dòlar	17,735	17,946	-1,2%	-1,5%	-12,0%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		133,7	134,9	-0,9%	21,9%	26,4%
Brent a un mes \$/barril		108,7	103,1	5,3%	78,6%	50,9%
Gas n. a un mes €/MWh		61,9	50,1	23,4%	119,6%	44,3%

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

Dades previstes del 23 al 29 de març del 2026

Data	País	Indicador	Període	Previsió	Última dada	
23		Espanya	Comerç exterior de béns	Gener	-	-5.574 mil
		Zona euro	Avanç de confiança del consumidor	Març	-	-12,2
24		Espanya	Proj. macroeconòmiques Banc d'Espanya	1T	-	-
		Espanya	Compravenda d'habitatges (interanual)	Gener	-	7,9%
		Espanya	Balança de pagaments i PIIN	4T	-	-
		Zona euro	Avanç PMI compost	Març	-	51,9
		EUA	Avanç PMI compost	Març	-	51,9
25		Japó	IPC (interanual)	Febrer	-	1,5%
		Espanya	Producció del sector serveis (IPSS)	Gener	-	-
		Alemanya	Ifo sentiment empresarial	Març	-	88,6
26		Espanya	Desglossament del PIB (interanual)	4T	2,6%	2,8%
		Espanya	Crèdits, dipòsits i morositat	4T	-	-
27		Espanya	Avanç de l'IPC (interanual)	Març	-	2,3%

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