

# IM04

INFORME MENSUAL  
NÚMERO 510 | ABRIL 2026



## ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

---

### MERCATS FINANCERS

*El mercat del petroli, en el món del desconegut*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*Mapa de l'exposició i de la rellevància geoeconòmica del Pròxim Orient*

*Europa, davant una altra crisi energètica*

*Tensions energètiques, inflació i política monetària a la zona de l'euro*

*Quant ha avançat la UE amb la Brúixola de la Competitivitat?*

## ECONOMIA ESPANYOLA

---

*La transmissió del cicle de tipus d'interès a les llars espanyoles: evidència micro d'un ajust moderat i d'una recuperació gradual*

*NGEU: l'execució va avançant, però arriba l'hora de la veritat*

*Espanya davant el nou xoc energètic: una comparativa amb Europa*

*La crisi a l'Iran: quant pot afectar l'economia espanyola*

## INFORME MENSUAL

Abril 2026

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

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto:research@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/](http://www.bancobpi.pt/)

[https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research)

[estudos-mercados/research](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research)

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

#### Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

8 d'abril de 2026

## ÍNDEX

### 1 EDITORIAL

### 3 LES CLAUS DEL MES

### 4 PREVISIONS

### 7 MERCATS FINANCERS

- 10 *El mercat del petroli, en el món del desconegut*  
Luís Pinheiro de Matos

### 14 ECONOMIA INTERNACIONAL

- 16 *Mapa de l'exposició i de la rellevància geoeconòmica del Pròxim Orient*  
David Martínez Turégano
- 18 *Europa, davant una altra crisi energètica*  
Rita Sánchez Soliva
- 20 *Tensions energètiques, inflació i política monetària a la zona de l'euro*
- 22 *Quant ha avançat la UE amb la Brúixola de la Competitivitat?*  
David Martínez Turégano

### 26 ECONOMIA ESPANYOLA

- 28 *La transmissió del cicle de tipus d'interès a les llars espanyoles: evidència micro d'un ajust moderat i d'una recuperació gradual*  
Eduard Alcobé, Javier Garcia-Arenas, Alberto Graziano i Josep Mestres
- 30 *NGEU: l'execució va avançant, però arriba l'hora de la veritat*  
Javier Garcia-Arenas
- 33 *Espanya davant el nou xoc energètic: una comparativa amb Europa*  
Zoel Martín Vilató
- 35 *La crisi a l'Iran: quant pot afectar l'economia espanyola*  
Oriol Carreras, Javier Garcia-Arenas i Zoel Martín

### 38 ECONOMIA PORTUGUESA

## Globofricció (cap. 26)

La *Globofricció* captura un dels trets més característics de l'era actual: l'atracció i la repulsió simultànies entre blocs econòmics. D'una banda, els blocs rivalitzen pel lideratge tecnològic, conscients que els beneficis associats van molt més allà dels que obtenen avui les empreses que encapçalen la innovació. Històricament, els països que han liderat una revolució econòmica s'han acabat consolidant com potències globals en les dècades posteriors. De l'altra, els blocs econòmics continuen profundament entrelaçats per interdependències comercials i financeres. És la força de la globalització, els beneficis de la qual són ben coneguts i continuen molt presents.

No hi ha dubte que les friccions s'han intensificat en els últims anys, a mesura que el potencial disruptiu de les noves tecnologies s'ha fet més evident i que la capacitat per liderar el nou cicle econòmic ha deixat d'estar en mans d'una única potència, llegeixi's els EUA. L'augment de les barreres comercials a escala global és, probablement, un dels fenòmens que millor ho il·lustra. Malgrat que pugui semblar un fenomen recent, no ho és. El nombre de mesures contràries a la liberalització comercial va començar a créixer fa ja més d'una dècada, durant la crisi financera, i, de llavor ençà, no ha deixat d'augmentar i ha travessat governs de tots els signes, fins a deixar obsolet el vell ordre internacional i les institucions que el sustentaven. Això sí, la diplomàcia amb què han actuat els uns no té res a veure amb la barra i el menyspreu mostrats pels altres.

Els índexs d'incertesa econòmica i geopolítica també reflecteixen amb nitidesa les conseqüències d'aquestes friccions entre potències. Els dos mostren una tendència ascendent des de fa anys, amb repunts intensos associats a cada episodi de tensió. No obstant això, observats amb perspectiva, aquests episodis tendeixen a ser relativament breus. Les amenaces s'intensifiquen fins que es fan evidents els profunds llaços que encara ens uneixen. Fins ara, la força de la globalització ha ajudat a apaivagar les friccions. El 2025, l'escalada del conflicte comercial entre els EUA i la Xina va acabar quan va quedar patent la dependència mútua: un necessita els minerals crítics de l'altre; l'altre necessita un gran mercat on exportar per continuar creixent. Enguany, esperem que la guerra al Pròxim Orient arribi al final després de constatar-se que tothom necessita que les mercaderies circulin lliurement per l'estret d'Ormuz.

La pugna per liderar la nova economia –o, si més no, per no quedar-se excessivament endarrerit– també s'ha traduït en un deteriorament notable de les finances públiques. La pressió per desplegar polítiques d'estímul i de transformació econòmica no ha deixat d'augmentar i, amb ella, el deute públic de molts països de referència, que ha assolit nivells històricament elevats. A més a més, en diversos casos, no s'albiren senyals clars de correcció en els propers anys. En l'àmbit monetari, la pressió política sobre alguns bancs centrals de referència també s'ha intensificat, tot i que, ara com ara, la seva independència es manté intacta.

Probablement, una altra vegada la globalització, en aquest cas la financera, ha estat determinant per evitar mals majors. Quan han sorgit temptacions d'aplicar polítiques fiscals obertament irresponsables o de qüestionar la independència dels bancs centrals, la reacció dels mercats financers internacionals ha estat ràpida i, a vegades, contundent. Només cal recordar la lliçó que va rebre Liz Truss, que no va arribar a durar dos mesos en el càrrec.

Mentre la batalla pel lideratge de la nova economia continuï oberta, és previsible que les friccions entre les grans potències econòmiques es repeteixin. L'acord entre els EUA i la Xina té una durada d'un any; l'amenaça nord-americana d'annexionar-se Groenlàndia continua latent, i el capítol de Cuba es podria reobrir en qualsevol moment. La *Globofricció* tindrà, sens dubte, nous episodis. Espòiler: tot fa pensar que la força de la globalització continuarà imposant els seus límits. Per cert, l'impuls que està donant la UE –aquest espai econòmic i de llibertat democràtica que sovint genera més escepticisme que entusiasme, que rares vegades figura en les travesses per liderar la nova economia, però en el qual tenim la fortuna de viure– als acords de lliure comerç és especialment rellevant en aquest context.

Oriol Aspachs  
Abril 2026

## Cronologia

### MARÇ 2026

- 11 L'Agència Internacional de l'Energia va acordar alliberar 400 milions de barrils de les reserves estratègiques per mitigar l'impacte de la guerra al Pròxim Orient.

### 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.

### 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.

## Agenda

### 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).
- 16 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).

### MAIG 2026

- 4 Portugal: producció industrial (març).
- 5 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
- 6 Portugal: ocupació i atur (1T).
- 8 Espanya: índex de producció industrial (març).
- 15 Portugal: salari brut mensual mitjà per treballador (1T).  
Portugal: ràting DBRS.  
Japó: PIB (1T).
- 19 Espanya: comerç exterior (març).
- 25 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (març).
- 28 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (maig).
- 29 Espanya: avanç de l'IPC (maig).  
Espanya: ràting DBRS.  
Portugal: desglossament del PIB (1T).  
Portugal: avanç de l'IPC (maig).

## Economia mundial: entre el soroll i la fúria

Més d'un mes després de l'inici de la guerra al golf Pèrsic i pendent del desenllaç de la treva, la incertesa continua presidint qualsevol diagnòstic sobre la durada i l'abast de la inestabilitat que domina en aquests moments el comportament de l'economia mundial. Amb el preu del petroli fluctuant en la zona dels 95-110 dòlars (45-55 euros el gas natural), un cop certificada la capacitat de l'Iran de bloquejar l'estret d'Ormuz i de reduir el 10% l'oferta mundial de cru a curt termini, el canal inflacionista ja s'ha activat. Amb l'impacte inicial sobre els carburants fent-se sentir en les dades de la inflació del març (el 3,3% a Espanya i el 2,5% a la zona de l'euro). Mentre esperem com es transmet la pertorbació dels preus energètics a la resta dels productes de la cistella en els propers trimestres, per valorar l'impacte final sobre la inflació, serà necessari tenir en compte les mesures fiscals aplicades per cada país per esmorteir l'efecte del xoc d'oferta, com en el cas d'Espanya (vegeu el Focus [«La crisi a l'Iran: quant pot afectar l'economia espanyola»](#), en aquest mateix informe). La notícia positiva és que les expectatives d'inflació a mitjà termini continuen mostrant una elevada estabilitat a les dues bandes de l'Atlàntic, la qual cosa fa que les perturbacions tinguin un impacte moderat sobre el canal financer.

Els potencials efectes negatius sobre el creixement a través del canal comercial seran asimètrics entre regions i països, tenint en compte la dependència energètica del cru i del gas procedent del Pròxim Orient, l'eficiència energètica, l'estructura sectorial i la capacitat fiscal per suavitzar l'efecte del xoc d'oferta. Amb grans economies del sud-est asiàtic (l'Índia, Filipines o Vietnam) com a països potencialment més afectats, al costat dels països africans amb una gran importància relativa del sector agrícola i, per tant, amb una dependència elevada dels preus i dels fluxos dels fertilitzants. En aquest context i amb el 80% del comerç mundial utilitzant la via marítima, es torna a posar de manifest la importància d'una cosa tan bàsica com la geografia, amb *choke points* com els estrets d'Ormuz i Bab el-Mandeb, el control dels quals pot alterar l'oferta de productes estratègics per a les cadenes de valor mundials (vegeu el Focus [«Mapa d'exposició i rellevància geoeconòmica del Pròxim Orient»](#), en aquest mateix informe) i la importància estratègica dels quals en el nou marc geopolític global s'uneix a la de les terres rares, a la dels sistemes de pagaments o a la de l'energia.

Un cas especial és el dels EUA, ja que, en principi, haurien de patir un menor impacte potencial en millorar la seva relació real d'intercanvi amb les pujades del preu del petro-

li i del gas natural. No obstant això, la situació macroeconòmica presenta fragilitats, com una inflació encara afectada negativament per les inèrcies de les pujades aranzelàries i un mercat laboral que mostra senyals de refredament, a causa tant de factors d'oferta (política immigratòria) com de demanda (efectes de la IA i de la sobrecontractació en els anys posteriors a la COVID). Una combinació que dificultarà l'estratègia de la Fed en els propers trimestres i que, juntament amb el deteriorament del marc institucional, explicaria el paper una mica més diluït del dòlar com a actiu refugi en aquesta ocasió. En aquest context, la posició del BCE és més còmoda, ja que, als tipus situats en la zona neutral, se suma una inflació en l'objectiu abans de l'inici del conflicte i una exposició directa dels fluxos energètics de la regió molt inferior als de la guerra a Ucraïna, quan Europa va haver de reconfigurar les cadenes de subministrament en molt poc temps (vegeu el Focus [«Tensions energètiques, inflació i política monetària a la zona de l'euro»](#), en aquest mateix informe). En aquest sentit, sembla que les expectatives que han arribat a cotitzar els mercats, de tres i, fins i tot, quatre pujades de tipus d'interès a Europa abans d'acabar l'any, anticipen escenaris més pròxims al sever o d'estagflació del BCE (inflació del 4,4% el 2026 i del 4,8% el 2027) que a l'advers o de xoc d'oferta moderat (el 3,5% i el 2,1%, respectivament). Tampoc es percep, ara com ara, una sensació d'urgència generalitzada al Consell de Govern del BCE per dur a terme diverses pujades de tipus d'interès en pocs mesos.

Molts fronts oberts a tots els nivells que limiten la visibilitat a l'hora de realitzar projeccions econòmiques i financeres, amb la sensació que el major risc, si la treva de dues setmanes no arriba a bon port, és que els lliuraments físics de cru es vegin amenaçats, la qual cosa podria desencadenar un augment de la demanda per motius precautoris i podria dur el preu a nivells molt més alts que els vistos fins al moment. Tenint present, a més a més, que, en un esdeveniment geopolític com l'actual, es pot fer marxa enrere, però és més difícil evitar les cicatrius estructurals en les decisions dels agents econòmics provocades per la pèrdua de confiança, quan encara no s'han manifestat íntegrament les ocasionades per la tempesta aranzelària dels últims mesos. Però ja hi haurà ocasió d'avaluar-les. Mentrestant, i malgrat que el rellotge s'ha aturat durant 15 dies, continua sent pertinent recordar que si, en llenguatge cinematogràfic, la comèdia equival a drama més temps, en economia, també la variable temps és capaç de transformar un xoc d'oferta en una estagflació.

José Ramón Díez

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

### Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
<b>TIPUS D'INTERÈS</b>							
<b>Dòlar</b>							
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
<b>Euro</b>							
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
<b>Alemanya</b>							
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
<b>Espanya</b>							
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
<b>Portugal</b>							
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
<b>TIPUS DE CANVI</b>							
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
<b>PETROLI</b>							
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
<b>CREIXEMENT DEL PIB<sup>1</sup></b>							
<b>Mundial</b>	4,3	3,3	2,8	3,3	3,3	3,3	3,2
<b>Països desenvolupats</b>	2,7	1,5	1,7	1,8	1,7	1,9	1,7
Estats Units	2,7	1,8	2,4	2,8	2,1	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
<b>Països emergents i en desenvolupament</b>	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	2,3	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	3,6	3,4	3,4
Polònia	4,1	3,7	2,6	3,0	3,6	3,5	3,2
<b>INFLACIÓ</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	5,9	5,8	4,1	3,9	3,5
<b>Països desenvolupats</b>	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
<b>Països emergents i en desenvolupament</b>	6,9	5,6	7,3	7,9	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
<b>Agregats macroeconòmics</b>							
Consum de les llars	3,7	0,0	0,4	3,0	3,3	3,0	2,1
Consum de les AP	4,5	0,9	3,1	2,9	2,4	1,4	1,8
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,2	1,0	3,6	5,8	5,2	2,5
Béns d'equipament	4,9	0,2	-1,4	1,9	7,4	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	3,6	2,1	2,1
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	1,9	2,9	6,2	4,1	2,4
<b>Producte interior brut</b>	<b>3,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>
<b>Altres variables</b>							
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) <sup>1</sup>	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
<b>Agregats macroeconòmics</b>							
Consum de les llars	1,7	0,5	1,5	3,0	3,5	2,6	2,1
Consum de les AP	2,2	-0,3	1,9	1,5	1,6	1,5	1,0
Formació bruta de capital fix	-0,3	-0,6	3,7	4,3	3,6	5,4	2,2
Béns d'equipament	3,3	2,7	6,3	8,4	-1,4	-	-
Construcció	-1,4	-2,4	3,1	3,0	5,5	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	2,0	3,0	3,1	3,1	1,9
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	3,8	3,2	0,4	2,2	4,1
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	3,6	4,7	4,3	3,4	3,9
<b>Producte interior brut</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
<b>Altres variables</b>							
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	0,7	-0,6	-0,5

Previsions

## El Pròxim Orient deixa una petjada «furiosa» als mercats financers

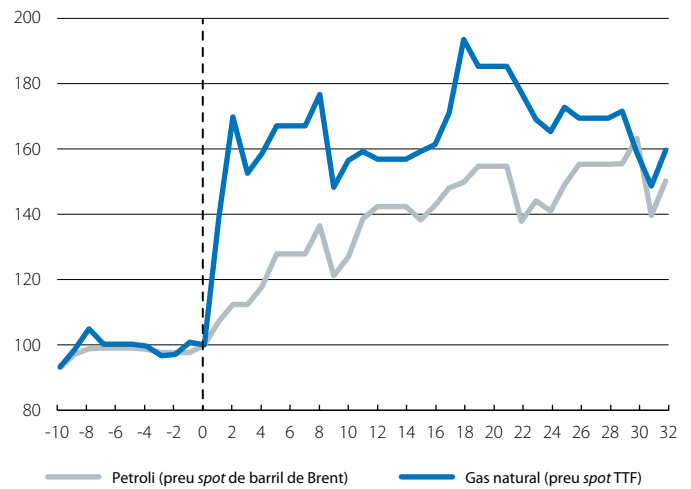
**La incertesa geopolítica marca el compàs dels mercats.** El mes de març va estar marcat per un augment notable de la volatilitat als mercats financers globals, amb el conflicte a l'Orient Pròxim com a principal catalitzador. La guerra va generar una marcada aversió al risc, que es va traduir en caigudes als mercats borsaris, en repunts de la volatilitat, en desplaçaments cap a actius refugi i en un fort tensionament en els preus de l'energia i d'altres primeres matèries. Aquest encariment de l'energia va provocar, al seu torn, un repunt de les expectatives d'inflació a curt termini, la qual cosa va derivar en un ajust significatiu de les expectatives de política monetària i en un augment dels tipus d'interès sobirans. En un context d'elevada incertesa sobre la durada i la intensitat del conflicte, els mercats van reaccionar de forma molt sensible a un flux constant de notícies relacionades amb declaracions polítiques, amb episodis d'escalada militar (atacs d'Israel a instal·lacions energètiques o implicació d'actors regionals, com els hutis) i amb vaivens en la retòrica dels líders internacionals. El to general dels mercats era de fragilitat i de sentiment inestable. Com a reflex de la persistència dels riscos geopolítics i de la incertesa sobre els impactes del conflicte, al començament d'abril, els mercats van viure tant algunes sessions de recuperació (animats per les expectatives d'una desescalada i l'anunci d'una treva) com noves jornades d'aversió al risc (arran dels temors a una major intensificació militar).

**L'energia s'encareix de manera notable.** El canal de transmissió més immediat del conflicte cap als mercats financers ha estat el de les primeres matèries energètiques. El Pròxim Orient és un punt crític tant per a la producció com per al transport global d'hidrocarburs, amb un paper especialment rellevant de l'estret d'Ormuz, per on transita, aproximadament, el 20% del cru i del gas natural mundials, la qual cosa va generar fortes tensions sobre les expectatives de subministrament. En aquest context, el preu del Brent va experimentar un repunt molt intens: es va arribar a encarir més del 60% des de l'inici del conflicte i va assolir, en alguns moments, nivells pròxims als 120 dòlars per barril, els més alts des del 2022 després de la invasió d'Ucraïna. Per la seva banda, el gas TTF a Europa també va registrar un augment significatiu, amb pujades per damunt del 70% i pics una mica per damunt dels 60 euros/MWh en els moments de més tensió. Al final de març, els mercats de futurs continuaven incorporant un escenari de preus estructuralment més elevats que abans del conflicte, amb estimacions per al final d'enguany pròximes als 80 dòlars per barril per al Brent i als 50 euros/MWh per al gas, clarament per damunt dels nivells previs (68 dòlars i 32 euros/MWh, respectivament).

L'encariment energètic també es va traslladar als productes derivats. Als EUA, el preu de la benzina va augmentar fins als 4 dòlars per galó, la qual cosa representa un increment pròxim al 35% en tot just un mes. També altres derivats, com els fertilitzants, en especial la urea procedent del Pròxim Orient, van registrar fortes pujades, fins al 55%, la qual cosa podria tenir implicacions addicionals sobre els preus agrícoles en els propers trimestres. Pel que fa a la resta de primeres matèries, el tensionament va ser més moderat. Els metalls industrials, com l'alumini, van registrar augments més continguts (al voltant del 10%), mentre que les primeres matèries agrícoles van pujar menys del 5%. Per la seva banda, els metalls

### Primeres matèries

Índex (100 = dia 0 del conflicte)



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

### Variació cotitzada dels tipus d'interès oficials per al 2026

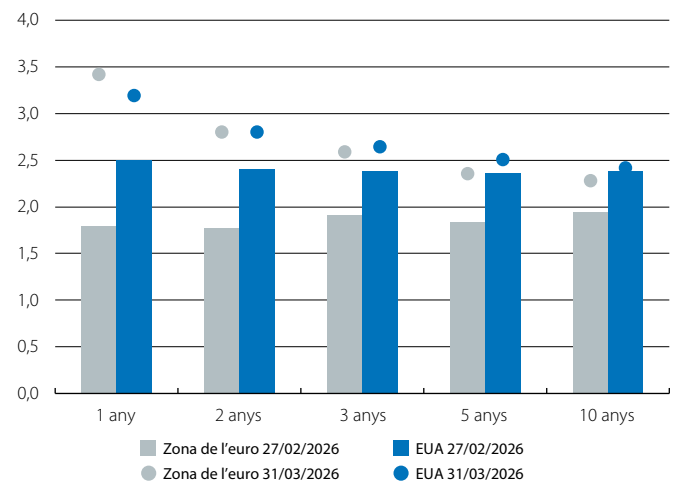
(p. b.)



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

### Expectatives d'inflació

Variació interanual (%)



Nota: Expectatives d'inflació cotitzades a través de swaps d'inflació.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de Refinitiv Eikon.

preciosos van mostrar un comportament més feble, amb caigudes pròximes al 10%, en un moviment que reflecteix tant l'apreciació del dòlar com una certa correcció de l'or i de la plata després del fort rally de l'any passat.

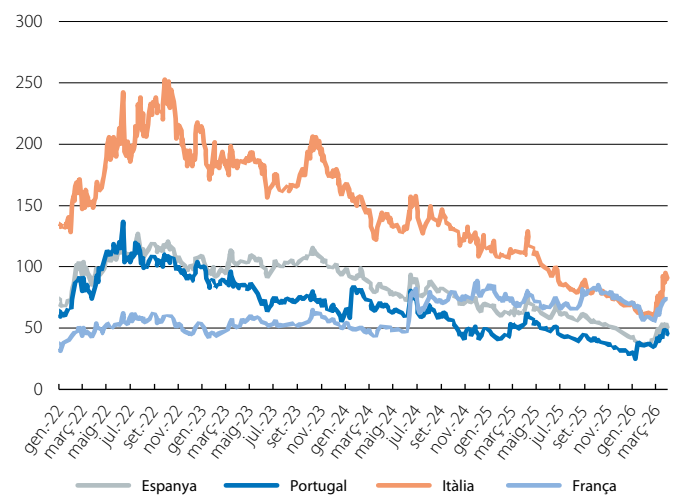
**Els mercats anticipen uns bancs centrals més restrictius.** El BCE va mantenir els tipus d'interès sense canvis en el 2,00% en la reunió del març, però va reconèixer explícitament els riscos inflacionistes derivats de l'encariment energètic associat al conflicte. En aquest sentit, la institució va adoptar un to més *hawkish* i va assenyalar la possibilitat d'un enduriment de la política monetària si s'observa un trasllat significatiu dels costos energètics al conjunt de la cistella de preus. El BCE va emfatitzar que parteix d'un posicionament neutral, la qual cosa li atorga marge de maniobra, i va reiterar que el seu enfocament dependrà de les dades. Amb tot això, al final de març, els mercats van passar a descomptar tres pujades al llarg del 2026 (tipus *depo* en el 2,75%), en relació amb l'expectativa d'estabilitat que predominava al començament de l'any. Aquest ajustament es va traslladar als tipus d'interès interbancaris, amb l'euríbor a 12 mesos repuntant uns 60 p. b., fins al 2,9%, màxim des del setembre del 2024.

Per la seva banda, als EUA, la Fed va adoptar un posicionament més caut davant el conflicte. Tot i que va reconèixer els riscos associats a l'encariment de l'energia, va considerar prematur avaluar-ne l'impacte macroeconòmic i va optar per centrar la seva comunicació en el balanç de riscos domèstics. En particular, la Fed va mostrar preocupació per l'evolució de la inflació de béns, afectada pels aranzels, i pels senyals de feblesa al mercat laboral. El seu president, Jerome Powell, va assenyalar que, en principi, estarien disposats a «mirar a través» d'un xoc energètic temporal, sempre que les expectatives d'inflació a llarg termini romanguin ben ancorades. No obstant això, el to general va ser de prudència, i va evitar comprometre's amb una senda concreta de tipus. Els mercats van fer una lectura *hawkish* dels missatges, van situar la pròxima baixada de tipus cap a mitjan 2027, un cop esvaït l'impacte del xoc energètic, i van anticipar així una Fed en pausa durant el 2026. El gir en les expectatives es va estendre a altres economies. Al Regne Unit, el canvi va ser particularment notable, i els inversors van passar d'anticipar dues retallades de tipus a descomptar entre dues i tres pujades el 2026. Al Japó, per la seva banda, es van consolidar les expectatives de dues pujades, com a mínim, en els tipus d'interès.

**Els tipus sobirans recullen els riscos d'inflació i el gir en les expectatives de la política monetària.** Els mercats de deute sobirà van reflectir de manera clara l'impacte combinat de l'encariment energètic i de l'enduriment de les expectatives de la política monetària. En termes generals, els tipus d'interès van augmentar de manera significativa, amb moviments especialment notables en els trams curts. A Alemanya i als EUA, els tipus a curt termini van repuntar prop de 60 i de 40 p. b., respectivament, durant el mes de març. Les primes de risc de la perifèria de la zona de l'euro també es van tensionar, sobretot a Itàlia (atesa la major dependència energètica del país), però els seus nivells no van deixar de ser continguts, en especial a Espanya i a Portugal (van tancar el mes de març en els 50 p. b. i en els 45 p. b., respectivament). És rellevant destacar el repunt dels tipus a llarg termini nord-americans (també al voltant dels 40 p. b.): mentre que les expectatives d'inflació a llarg termini s'han mantingut relativament ancorades, l'augment dels tipus nominals s'explica, en gran part, per una pujada dels tipus reals. Això suggereix que els inversors estan exigint una major ren-

**Primes de risc sobiranes**

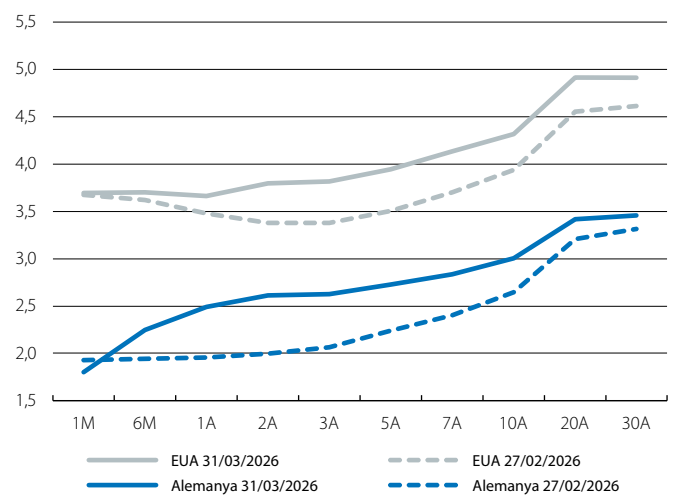
(p. b.)



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

**Corbes de les rendibilitats sobiranes**

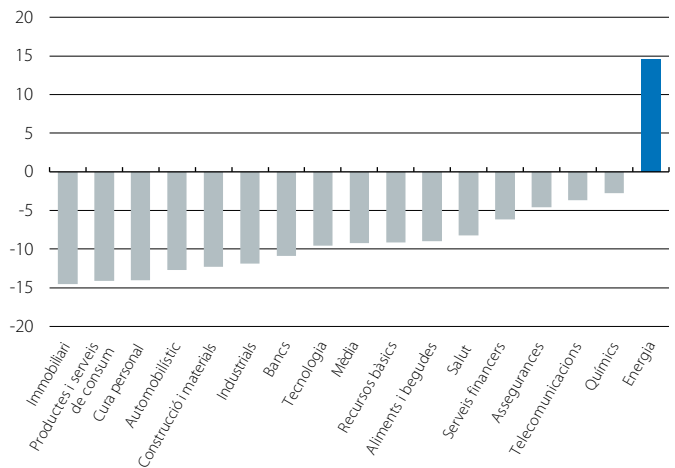
(%)



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

**Eurostoxx 600: sectors**

Variació (%)



Nota: Variació entre el 27/02/2026 i el 31/03/2026.

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

dibilitat per compensar la incertesa futura, ja sigui per una major volatilitat inflacionista o per un món més incert, amb un deteriorament dels comptes públics de rerefons.

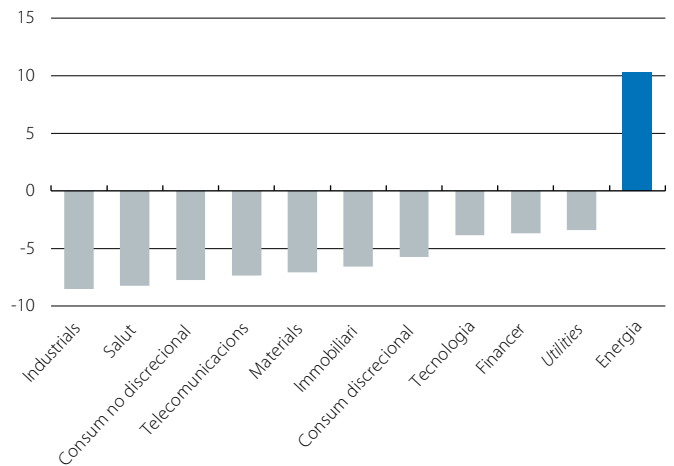
**Només el sector energètic se salva de les caigudes a les borses.** L'augment de la incertesa geopolítica i l'enduriment de les condicions financeres es van traduir en caigudes generalitzades als mercats borsaris globals. Els descensos acumulats des de l'inici del conflicte es van aproximar al 10% al final de març, tant a les economies avançades com a les emergents, i la majoria dels índexs presenten pèrdues des de l'inici de l'any. Les caigudes van ser especialment importants a Àsia, atesa la seva elevada dependència energètica del Pròxim Orient. A nivell sectorial, gairebé tots els sectors van registrar pèrdues, amb caigudes destacades als sectors més cíclics, com els industrials, el turisme i l'immobiliari. Va destacar la relativa resiliència dels sectors defensius, com les *utilities*, així com del sector tecnològic nord-americà. Les grans companyies tecnològiques, que ja venien d'un període de correcció previ al conflicte, a causa de les elevades valoracions i dels dubtes sobre la rendibilitat de les inversions massives en IA, van mostrar un comportament comparativament més sòlid en relació amb altres sectors, amb el suport d'una menor exposició directa al cycle energètic. L'únic sector amb un funcionament positiu va ser l'energètic, davant l'expectativa d'uns beneficis més elevats arran del repunt dels preus de les primeres matèries.

**El dòlar recupera una part del seu atractiu com a actiu refugi.** Al mercat de divises, el dòlar va ser el principal beneficiat de l'episodi d'aversion al risc. Després d'un 2025 caracteritzat per una tendència a la depreciació, la divisa nord-americana va recuperar terreny en relació amb les principals divises, impulsada tant per la seva condició d'actiu refugi com per la menor exposició relativa de l'economia nord-americana al conflicte. Dins el G-10, la lliura esterlina i el ien japonès van mostrar un millor comportament relatiu, amb depreciacions moderades, mentre que l'euro va recular des dels nivells d'1,18 previs al conflicte i va cotitzar al voltant d'1,15 durant el mes. Divises com la corona sueca van registrar caigudes més intenses. A Àsia, les monedes més exposades i dependents del flux energètic del Golf, com el won sud-coreà o el dòlar taiwanès, van patir depreciacions superiors al 4%, mentre que el renminbi xinès es va mantenir relativament estable (en el context actual, la Xina ha acumulat grans reserves de cru i es troba més ben posicionada en termes de subministrament). A l'Amèrica Llatina, es van observar divergències en funció de l'exposició a les primeres matèries. El peso colombià, amb el suport de la seva condició d'exportador de cru, es va apreciar, mentre que altres divises, com el peso xinès, van registrar caigudes.

**Volatilitat elevada en un entorn incert.** En conjunt, el mes de març es va caracteritzar per un entorn d'elevada volatilitat, amb indicadors com el VIX superant els 30 punts en els moments de major tensió, nivells no observats des del *Liberation Day* a l'abril del 2025. De cara als propers mesos, l'evolució del conflicte continuarà sent el principal factor determinant per als mercats financers. En particular, la durada, la intensitat i les seqüeles de les tensions seran clau per avaluar l'impacte sobre l'energia i la seva transmissió a la resta de la cistella de preus, l'economia global i, per tant, el camí de la política monetària i les condicions financeres. Mentrestant, els mercats continuaran navegant en un entorn d'elevada incertesa, que incrementa la propensió a patir episodis de volatilitat.

**S&P 500: sectors**

Variació (%)

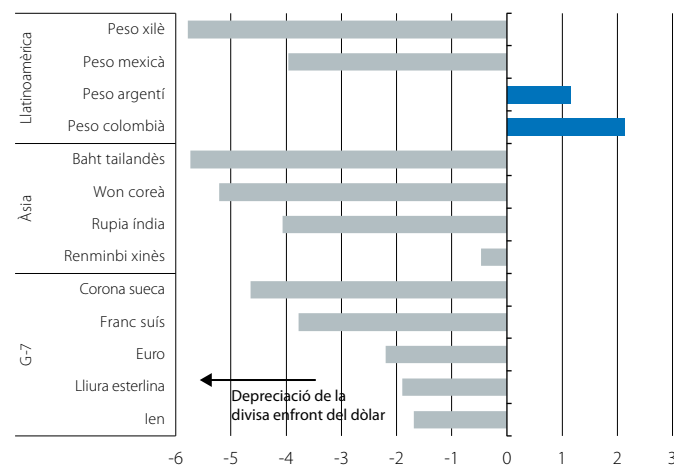


**Nota:** Variació entre el 27/02/2026 i el 31/03/2026

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

**Divises enfront del dòlar nord-americà**

Variació (%)



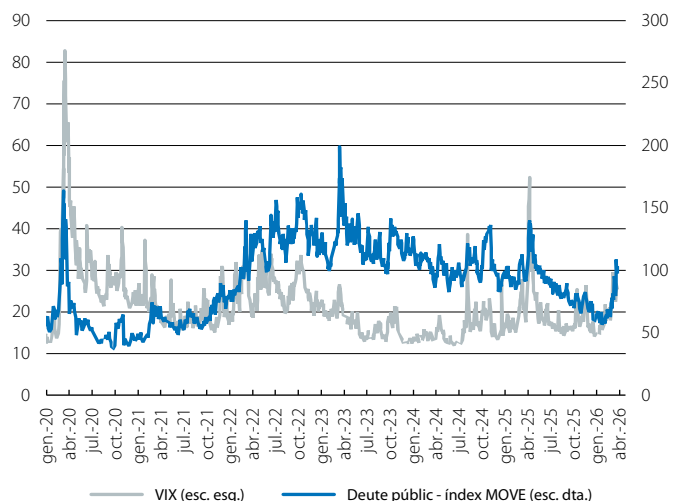
**Nota:** Variació entre el 27/02/2026 i el 31/03/2026.

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

**Volatilitat implícita**

Índex

Índex



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

## El mercat del petroli, en el món del desconegut

La ja anomenada tercera guerra del Golf ha generat la major disrupció en la història del mercat energètic global. El principal focus de tensió és l'estret d'Ormuz, una via marítima clau per la qual circula prop del 20% del petroli i del gas natural liquat (GNL) a nivell global. Amb l'estret gairebé tancat, una gran part de la producció energètica de la regió queda bloquejada. Els mercats energètics van recollir aquest escenari: el preu del petroli va fluctuar al voltant dels 100 dòlars per barril en les últimes setmanes de març, impulsat per la interrupció dels subministraments, pels atacs a petroliers i pels danys a les infraestructures energètiques.

### Situació preconflicte: fonamentals sòlids però amb riscos

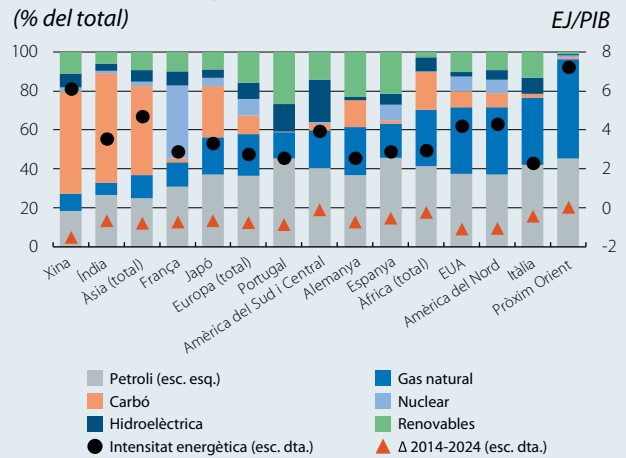
Fins a l'eclosió del conflicte, el mercat mostrava una posició folgada, amb un creixement de l'oferta superior al de la demanda. Un excedent pròxim als 1,5-2,0 milions de barrils diaris (mb/d) es veia impulsat per l'augment de la producció en països no OPEP, per la reversió accelerada de les retallades de l'OPEP+ i per una demanda en fase de creixement moderat.<sup>1</sup> D'altra banda, les existències mundials de petroli (cru i derivats) se situaven prop dels 8.200 milions de barrils, equivalent, aproximadament, a 80 dies de consum global, el seu nivell més alt en cinc anys i per damunt de la mitjana històrica.<sup>2</sup> Tot això apuntava a un preu fonamental del Brent relativament contingut (pròxim als 60 dòlars/barril), al qual se sumava una prima de risc, associada a l'acumulació de riscos geopolítics i de conflictes en regions amb un potencial desestabilitzador per al mercat.

### Ormuz, un estret crític: una artèria vital per a l'economia global

El trànsit de petroli per l'estret d'Ormuz s'acosta històricament a uns 20 mb/d. Segons les dades diàries de fluxos per l'estret, s'ha observat una caiguda del trànsit superior al 90% des de l'inici del conflicte. En aquest context, existeixen vies alternatives per les quals els països del Golf poden redirigir una part dels fluxos de petroli,<sup>3</sup> però, fins i

1. L'Agència Internacional de l'Energia (IEA, per les sigles en anglès) esperava un creixement mitjà de l'oferta de 2,4 mb/d el 2026 (vs. 3,1 mb/d el 2025), en relació amb un creixement de la demanda de 0,9 mb/d el 2026 (vs. 0,8 mb/d el 2025). Vegeu l'«Oil Market Report» del febrer del 2026.  
 2. Prop de la meitat d'aquests barrils es troben en països de l'OCDE: 1.250 milions de barrils en mans de governs (reserves d'emergència) i 600 milions de barrils corresponents a les reserves de la indústria mantingudes per obligació governamental.  
 3. L'oleoducte Est-Oest, que connecta els camps petrolers de l'est de la península aràbiga amb el port de Yanbu, al Mar Roig, té capacitat per transportar fins a 7 mb/d (vs. la utilització d'1,5-2 mb/d el 2025). L'oleoducte d'Abu Dhabi, que connecta les refineries dels EAU amb el port de Fujairah, al golf d'Oman, té una capacitat de redirecció limitada, atès el seu elevat grau d'utilització i de vulnerabilitat als atacs iranians.

### Global: fonts de consum primari d'energia i intensitat energètica



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

tot amb aquestes alternatives, el tancament d'Ormuz implica una pèrdua d'oferta d'uns 15 mb/d.

Alguns factors que poden mitigar aquest xoc d'oferta ja estan en marxa. La IEA ha anunciat l'alliberament de 400 milions de barrils de les reserves estratègiques, tot i que la incertesa plana sobre la velocitat d'aquest alliberament, que es podria situar entre 1 i 3 mb/d. A aquest alliberament se sumarien el de les reserves estratègiques de països que no formen part de l'OCDE i l'entrada al mercat de cru sancionat, la contribució del qual podria afegir entre 2 i 3 mb/d.<sup>4</sup> Ajustant per l'alliberament de reserves, l'impacte net del tancament de l'estret d'Ormuz se situaria, a curt termini, entre 8 i 12 mb/d, la qual cosa representaria la pèrdua de prop de 300 milions de barrils de petroli en un mes de conflicte. Aquests nivells són significatius, però manejables en escenaris de conflicte breu. Un cop finalitzat el conflicte, és incert el temps que serà necessari perquè els fluxos que transiten per Ormuz tornin als seus nivells històrics. En particular, el deteriorament de les condicions de seguretat a l'estret o el dany causat a les infraestructures logístiques i productives de la regió podria implicar períodes més llargs de restabliment dels fluxos comercials.

A mesura que el conflicte es prolongui i s'acumulin els desequilibris entre l'oferta i la demanda de petroli, augmenta també la probabilitat d'escenaris en què es podrien observar preus substancialment superiors als del mes de març per intentar moderar una demanda altament inelàs-

4. En particular, s'estima que la Xina acumula reserves estratègiques superiors a 1.000 milions de barrils (l'equivalent a prop de 90 dies de consum domèstic), tot i que encara no ha anunciat l'alliberament de les reserves. En els últims anys, s'ha observat una acumulació de cru sancionat rus i iranià, emmagatzemat en vaixells. S'estima que hi ha 100-150 milions de barrils de cru iranià sancionat (d'un total de gairebé 300 milions).

tica.<sup>5</sup> A més a més, la recuperació dels nivells de producció previs al conflicte podria requerir terminis més llargs i augmentar els riscos d'un deteriorament estructural en la capacitat productiva.

**Una dependència global del Golf, però de geografia variable**

Malgrat la naturalesa global del xoc, el seu impacte serà asimètric. D'una banda, la dependència directa dels fluxos energètics des del Golf és molt diferent en funció dels països. El 90% es destina a Àsia, i, aproximadament, la meitat del cru importat per l'Índia i per la Xina té origen a la regió,<sup>6</sup> una xifra que supera el 70% en el cas de Corea del Sud o el 80% en el del Japó. A tall de comparació, en el cas de la UE, les importacions de cru des del Golf representen entre el 10% i el 20% del total.<sup>7</sup>

D'altra banda, el mix energètic varia de manera significativa entre països, i també la seva intensitat energètica, és a dir, la quantitat d'energia necessària per a l'activitat econòmica. En un extrem, se situen els propis països del Pròxim Orient, amb una intensitat energètica molt elevada i amb un consum primari d'energia que deriva gairebé exclusivament del petroli i del gas. Els emergents asiàtics presenten una intensitat energètica també elevada, sobretot la Xina, però amb un consum intensiu en carbó. Entre les economies avançades, generalment amb menys intensitat energètica, destaquen els casos de França o del Japó, menys dependents del petroli i del gas, i els dels EUA o d'Itàlia, amb models energètics intensius en combustibles fòssils.<sup>8</sup>

**Durada del conflicte: una incògnita (coneguda) clau**

L'efecte econòmic del conflicte es transmetrà a través de diferents canals, entre els quals destaquen l'energia, el

5. Com a referència, al març del 2022, el preu del Brent es va acostar als 140 dòlars per barril.

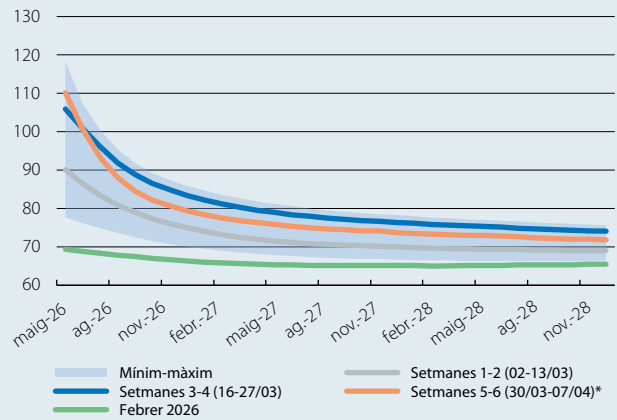
6. Els dos països són els majors importadors de cru des de Rússia, que representa prop del 35% de les importacions de cru de l'Índia i del 20% de les de la Xina.

7. En el cas del gas natural, la situació és una mica diferent. Malgrat que Qatar és el major exportador global de GNL, les dependències observades dels fluxos des de la regió són una mica menors, i els volums d'importació són també significativament inferiors. Així mateix, prop del 20% del GNL importat per la Xina prové de la regió, tot i que aquestes importacions són àmpliament superades per les realitzades a través de gasoductes. El Japó i l'Índia també mostren una dependència limitada de la regió, mentre que el Pakistan i Corea mostren dependències una mica més elevades. Altres grans exportadors de gas natural a Àsia inclouen Rússia, Austràlia, els EUA i Malàisia. En el cas de la UE, prop del 5% de les importacions de GNL arriben des del Golf. D'altra banda, al contrari del cas del petroli, el cost d'emmagatzematge del GNL implica uns inventaris de gas natural substancialment inferiors, la qual cosa augmenta la vulnerabilitat de les economies més dependents del gas natural a les interrupcions de l'oferta i a les fluctuacions de preus.

8. Per a més detalls sobre l'impacte sectorial i sobre les implicacions de política monetària a la zona de l'euro, vegeu els Focus «[Mapa de l'exposició i de la rellevància geoeconòmica del Pròxim Orient](#)» i «[Tensions energètiques, inflació i política monetària a la zona de l'euro](#)», en aquest informe.

**Petroli: preu dels futurs**

(Dòlars per barril)

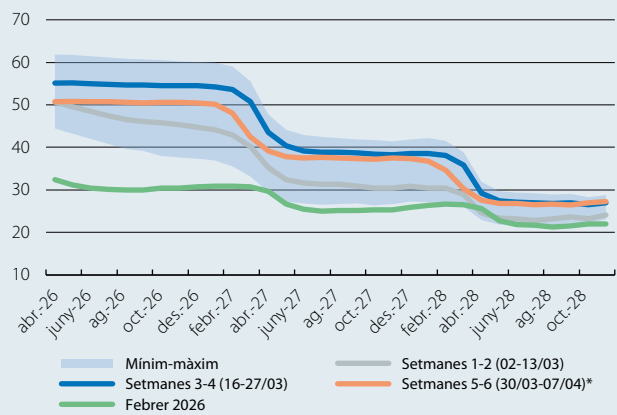


**Nota:** \* S'utilitzen dades de tancament de mercat fins al 7 d'abril.

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

**Gas natural: preu dels futurs**

(Euros per MWh)



**Nota:** \* S'utilitzen dades de tancament de mercat fins al 7 d'abril.

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

comerç internacional, les condicions financeres i la incertesa, la intensitat i l'abast de la qual dependran de la durada del conflicte i de la credibilitat d'un eventual alto el foc.

Alguns factors que podrien allargar el conflicte inclouen la capacitat del lideratge iranià per sostenir un *statu quo* al país i per recórrer amb èxit a estratègies de guerra asimètrica, l'ambigüitat dels objectius militars nord-americans i israelians, el risc d'una escalada regional, i la dificultat per assolir un alto el foc si s'imposen les condicions maximalistes. En sentit contrari, el calendari electoral nord-americà, l'afebliment del lideratge iranià i els danys en infraestructures incrementen els costos polítics i econòmics de prolongar les hostilitats. En qualsevol cas, cal esperar que, fins i tot sota un alto el foc proper, l'escenari a mitjà termini continuarà marcat pels riscos rellevants de noves tensions.

Davant un ventall considerable d'incògnites de les quals som conscients (*known unknowns*), com la de la durada del conflicte o la de l'extensió dels danys a les infraestructures energètiques, la resposta dels mercats al llarg del primer mes de conflicte es podria explicar per diferents categories

d'incertesa.<sup>9</sup> D'una banda, una certa intuïció (*unknown known*) que almenys una de les parts no estarà disposada a un conflicte prolongat, la qual cosa obligaria a assumir els costos creixents d'una disrupció d'aquesta magnitud. A finals de març, amb els futurs del Brent prop dels 80 dòlars a un any vista (en relació amb els 65 dòlars del febrer) i els del gas natural al voltant dels 50 euros (en relació amb els 30 euros del febrer), sembla que els mercats anticipen un conflicte de durada continguda, amb danys estructurals limitats i amb un alto el foc estable, juntament amb la recuperació dels fluxos comercials per Ormuz. De l'altra, l'entorn d'elevats riscos geopolítics i d'intensa volatilitat als mercats suggereix una distribució de riscos amb una cua negativa considerable (*unknown unknowns*).

*Luís Pinheiro de Matos*

9. La Matriu de Rumsfeld, popularitzada per l'exsecretari de Defensa nord-americà, Donald Rumsfeld, en una roda de premsa del 2002, durant la Guerra de l'Iraq, és un marc per analitzar la informació i la incertesa en la presa de decisions estratègiques. Distingeix quatre tipus de coneixement. Els *known knowns* (o coneguts coneguts) són fets que sabem i que entenem bé i que constitueixen la base sobre la qual es decideix. Els *known unknowns* (o coneguts desconeguts) són aspectes que sabem que existeixen, però sobre els quals falta informació. Els *unknown knowns* (o desconeguts coneguts) són coneixements que posseïm, però que no reconeixem o que no utilitzem conscientment, com l'experiència acumulada o la intuïció. Finalment, els *unknown unknowns* (o desconeguts desconeguts) són factors que desconeixem i que no podem anticipar i que solen implicar els majors riscos, com els esdeveniments extrems (o «cignes negres») i els riscos no identificats.

**Tipus d'interès (%)**

	31-març	28-febrer	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
<b>Zona de l'euro</b>					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-50
Euríbor 3 mesos	2,08	2,01	7	5	-25
Euríbor 12 mesos	2,87	2,22	65	63	55
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,51	1,97	54	49	51
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,62	2,00	62	49	60
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	3,00	2,64	36	15	28
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,51	3,06	44	22	14
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,45	3,00	45	30	21
<b>EUA</b>					
Fed funds (límit inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 mesos	3,68	3,67	2	3	-62
Deute públic a 1 any	3,65	3,47	18	18	-38
Deute públic a 2 anys	3,79	3,37	42	32	-12
Deute públic a 10 anys	4,32	3,94	38	15	7

**Spreads de deute corporatiu (p. b.)**

	31-març	28-febrer	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	72	55	16	21,0	9,4
Itraxx Financer Sènior	78	59	19	23,4	10,0
Itraxx Financer Subordinat	134	101	32	40,6	14,8

**Tipus de canvi**

	31-març	28-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,155	1,181	-2,2	-1,6	6,7
EUR/JPY (iens per euro)	183,380	184,360	-0,5	-0,3	13,0
EUR/GBP (lliures per euro)	0,873	0,876	-0,3	0,2	4,4
USD/JPY (iens per dòlar)	158,720	156,050	1,7	1,3	5,9

**Primeres matèries**

	31-març	28-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
Índex Bloomberg de primeres matèries	135,2	121,7	11,1	23,3	27,8
Brent (\$/barril)	118,4	72,5	63,3	94,5	60,7
Or (\$/unça)	4.668,1	5.278,9	-11,6	8,1	51,3

**Renda variable**

	31-març	28-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	6.528,5	6.878,9	-5,1	-4,6	17,0
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	5.569,7	6.138,4	-9,3	-3,8	4,5
Ibex 35 (Espanya)	17.049,6	18.360,8	-7,1	-1,5	28,1
PSI 20 (Portugal)	9.131,6	9.276,1	-1,6	10,5	31,4
Nikkei 225 (Japó)	51.063,7	58.850,3	-13,2	1,4	37,6
MSCI emergents	1.397,2	1.610,7	-13,3	-0,5	24,7

## Un xoc energètic incert gravita sobre l'economia global

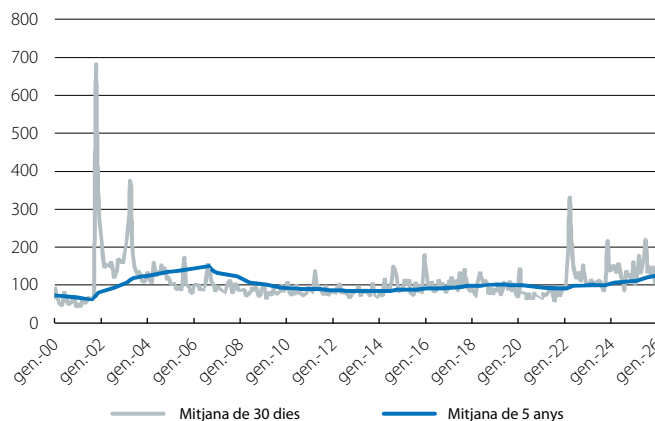
**Un nou xoc global, amb coordenades encara indefinides.** Davant el major xoc petroler de les últimes dècades, l'economia global es prepara per a les conseqüències del tancament de l'estret d'Ormuz, pel qual circula al voltant del 20% del petroli i del GNL produïts i consumits a nivell global. Al llarg del més de març, el conflicte es va veure marcat per un elevat grau de volatilitat als mercats financers, amb un focus particular en el mercat energètic (vegeu la [conjuntura de Mercats Financers](#)). Malgrat la incertesa sobre dues variables clau, la durada del conflicte i l'extensió dels danys en infraestructures clau, el preu del Brent es va situar prop dels 100 dòlars per barril (prop dels 70 dòlars al febrer), mentre que els preus dels contractes futurs fins al final d'any superaven els 80 dòlars. Pel que fa al gas, els preus es van situar per damunt dels 50 euros per MWh en els contractes fins al proper hivern. Uns preus compatibles amb escenaris d'un conflicte de curta durada i de danys limitats sobre la capacitat productiva a la regió del Golf, però amb una llarga cua de riscos.

**Les dades del març apunten a un deteriorament als serveis.** Els PMI de la zona de l'euro mostren una evolució mixta al març. L'índex de serveis va caure fins als 50,2 punts (vs. els 51,9 anteriors) i el de manufactures va pujar fins als 51,6 punts (vs. els 50,8 anteriors). Els subcomponents de preus assenyalen un encariment dels *inputs* que encara no s'està trasladant als preus finals. Per països, França es va situar en zona de contracció (48,8 punts vs. els 49,9 anteriors), mentre que Alemanya va aguantar en zona expansiva, tot i que també mostra una caiguda important (51,9 punts vs. els 53,2 anteriors). Els principals índexs alemanys de confiança empresarial confirmen el deteriorament del sentiment al març. L'ifo va caure 2,0 punts (fins als 86,4, per sota de la referència dels 100 punts), per la forta caiguda del component d'expectatives, mentre que l'índex ZEW mostra que el percentatge d'enquestats que anticipa un deteriorament de l'activitat va pujar amb força en aquest mes. Als EUA, el PMI de serveis també va registrar una caiguda (49,8 punts vs. els 51,7 anteriors), i el PMI manufacturer va repuntar (52,3 punts vs. els 51,6 anteriors), gràcies al major dinamisme de la producció i de les noves comandes. El PMI nord-americà assenjala també un fort augment dels costos de producció i una ràpida translació als preus finals, el subcomponent dels quals va registrar l'augment més fort des del 2022.

**L'economia dels EUA ja no va com un coet.** La segona estimació de la dada del PIB del 4T 2025 va situar el seu creixement intertrimestral en el 0,2%, en relació amb el 0,4% de la primera estimació, la qual cosa deixa el seu creixement mitjà el 2025 en el 2,1% (vs. el 2,2% anterior). En particular, el creixement intertrimestral del consum públic es va revisar a la baixa, fins al -1,5% (-0,2 p. p.), la qual cosa reflecteix que el tancament del Govern federal va pesar més del que s'esperava. El consum privat i la inversió també van patir lleugeres revisions a la baixa, però van mantenir ritmes de creixement dinàmics. D'altra banda, el fort augment de l'ocupació al març (+178.000 llocs de treball) s'expli-

### Global: risc geopolític

Índex (100 = mitjana 1985-2019)

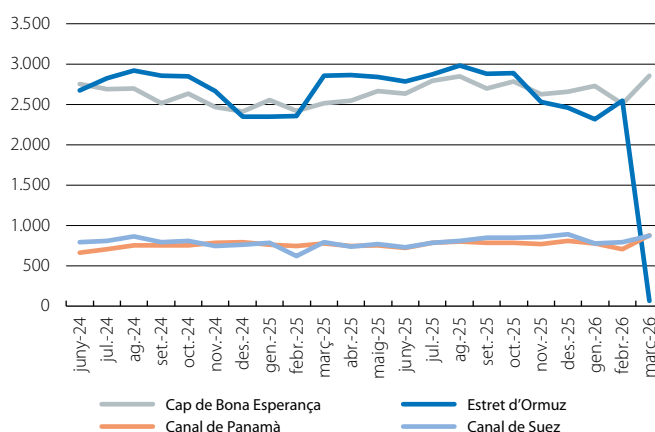


**Nota:** L'índex es construeix a partir d'articles de diaris, mitjançant la cerca de paraules clau relacionades amb els riscos geopolítics als arxius electrònics de 10 diaris publicats en anglès. Un valor més alt per a l'índex assenjala un augment del risc.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Caldara, D. i Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk» (descarregades des d'<https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> el 07/04/2026).

### Global: trànsit de vaixells per les principals vies marítimes

Nombre de vaixells

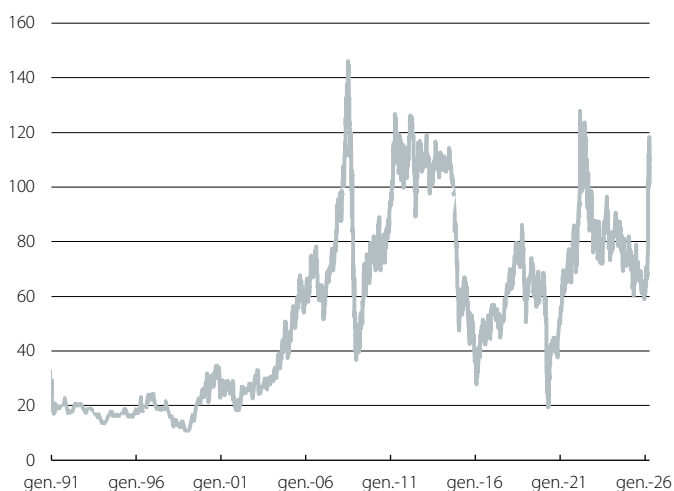


**Nota:** S'utilitzen dades mensuals de trànsit de vaixells per quatre principals punts crítics (chokepoints) per al trànsit marítim.

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

### Preu del petroli Brent

(Dòlars per barril)



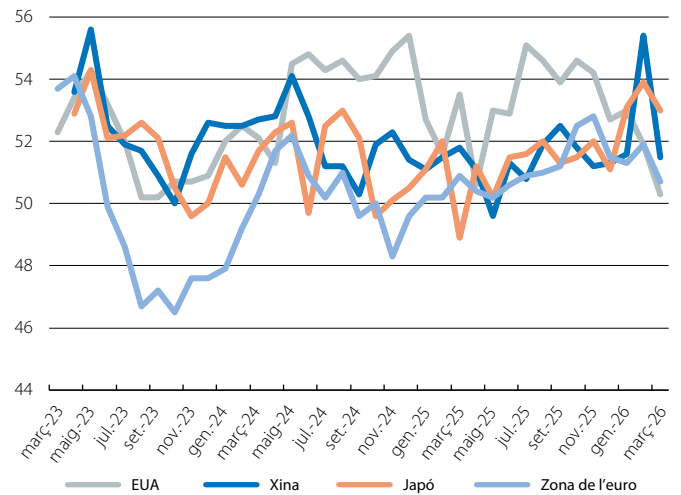
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

ca, sobretot, més per efectes transitoris, com la reversió dels efectes de vagues i una meteorologia més benigna, que per un repunt estructural del mercat laboral. Van destacar els avanços en sectors com sanitat, construcció, oci i manufactures, mentre que van continuar les caigudes en tecnologia, en informació i en serveis financers. Així mateix, la creació d'ocupació mitjana als EUA es va situar en els 68.300 llocs de treball en el 1T, amb una tendència recent que mostra un mercat laboral gairebé estancat.

**La inflació nota el primer impacte de l'encariment energètic.** Arran de l'encariment dels preus energètics, la inflació general de la zona de l'euro va pujar 6 dècimes al març, fins al 2,5%, mentre que la nucli (que exclou els aliments i l'energia) va baixar al 2,3% (vs. el 2,4% anterior). El component de l'energia ha passat de caure el 3% interanual al febrer a pujar el 5% interanual al març. En canvi, les pressions sobre els preus es van moderar a la resta de la cistella, on destaquen, en particular, els serveis, la inflació dels quals es va tornar a situar en el 3,2% interanual després del rebot del febrer. Aquestes dades reflecteixen les dinàmiques favorables prèvies al conflicte al Pròxim Orient, tot i que, en el futur, es podrien veure afectades per l'encariment de l'energia i per l'interrogant, clau per al BCE, de si aquest augment es trasllada a la resta de la cistella. Als EUA, la inflació es va mantenir estable al febrer: el 2,4% la interanual general i el 2,5% la nucli, igual que al gener. D'altra banda, el deflactor del consum privat mostra una inflació subjacent encara superior al 3%, mentre que la inflació dels preus de producció va repuntar 0,5 p. p. al febrer, fins al 3,4%. Aquestes pressions inflacionistes són més intenses que a la zona de l'euro i podrien implicar una trajectòria més cauta del que s'havia anticipat per part de la Fed.

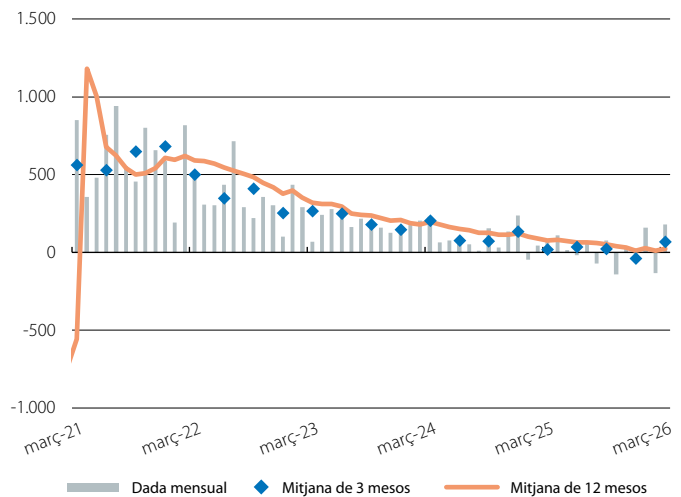
**Les economies asiàtiques comencen l'any sota la mateixa lluna: fortalesa japonesa, solidesa xinesa i preus a l'alça.** Al Japó, l'enquesta Tankan va mostrar dinàmiques positives en el 1T. L'índex de condicions per a les grans empreses manufactureres va pujar de 16 a 17, prop del màxim de 18 punts assolit el 2021. Al sector no manufacturer, l'índex es va mantenir en 36, el nivell més alt des dels anys noranta. D'altra banda, els índexs de preus entre les grans manufactureres van augmentar, tot i que encara són lluny dels nivells registrats en els últims anys. A la Xina, l'economia es va accelerar en el 1T, gràcies, sobretot, a l'embranchida de les exportacions. La producció industrial va créixer el 6,3% interanual al gener i al febrer (vs. el 5,2% del desembre), mentre que les vendes al detall es van recuperar (el 2,8% interanual vs. el 0,9% del desembre) i la inversió fixa en zones urbanes es va tornar a situar en terreny positiu, tot i que encara en nivells molt continguts. En aquest context, el PMI manufacturer oficial va pujar dels 49,0 als 50,4 punts al març, mentre que el PMI de RatingDog, la mostra del qual inclou empreses relativament més exposades a l'exterior, va baixar dels 52,1 als 50,8 punts. Això sí, les pressions de preus van repuntar amb força. El subcomponent de preus d'inputs es va disparar dels 54,3 als 60,5 punts, mentre que el dels preus de venda es va situar en els 53,8 punts, un màxim de quatre anys. Pel costat dels serveis, el PMI oficial va pujar dels 49,7 als 50,1 punts, senyal que confirma que les llars xineses es podrien veure menys afectades per l'augment dels preus energètics a nivell global, en un entorn de baixa inflació i de preus regulats.

**Global: PMI compost**  
Índex



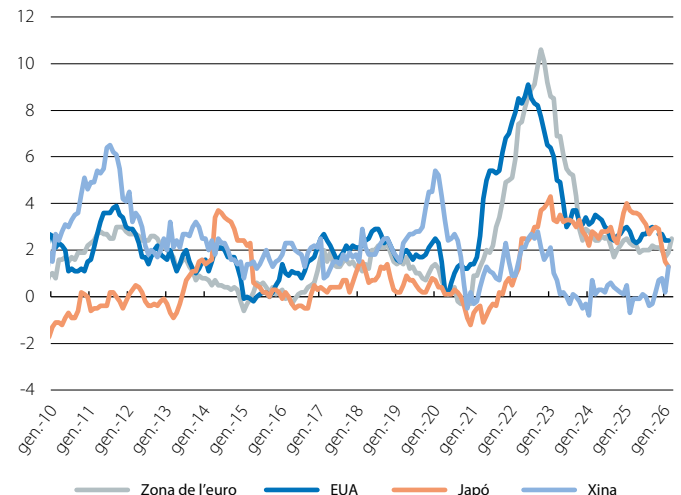
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global.

**EUA: ocupació**  
Variació mensual (milers de llocs de treball)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

**Global: IPC general**  
Variació interanual (%)



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

## Mapa de l'exposició i de la rellevància geoeconòmica del Pròxim Orient

Les cadenes globals de subministrament s'han vist sacsejades, una vegada més, després de l'atac conjunt dels EUA i d'Israel a l'Iran i de l'extensió posterior del conflicte a altres països del Pròxim Orient. Amb les reserves pròpies de la incertesa actual sobre la seva severitat i durada, aquest nou xoc es perfila com la major disruptió del comerç internacional des de la COVID-19. A la seva rellevància com una de les principals zones productores de petroli, de gas i de derivats químics del món, se suma una posició geogràfica estratègica per al transport marítim de mercaderies i per al transport aeri de passatgers entre Europa i Àsia. Tot això fa que l'encariment dels *inputs* i la falta de subministraments crítics tornin a preocupar el teixit productiu internacional (que, en el cas europeu, amb prou feines es començava a recuperar dels efectes de la invasió russa d'Ucraïna)<sup>1</sup> i, en última instància, les llars per la potencial erosió de la seva capacitat adquisitiva.

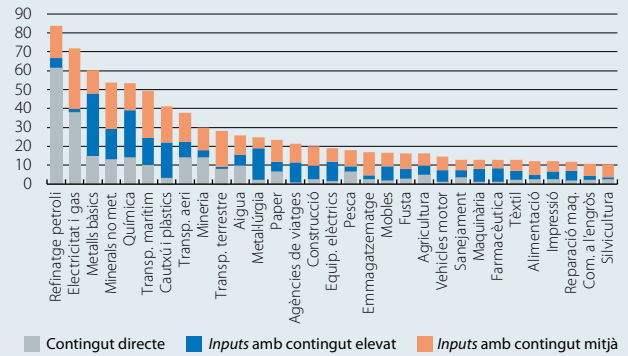
### Un efecte sectorial asimètric davant l'encariment global dels *inputs* energètics

Àsia és la principal destinació de les exportacions de petroli i de gas de l'Orient Pròxim, mentre que, a Europa, la dependència directa és més moderada, tot i ser rellevant per a alguns països.<sup>2</sup> Així i tot, la naturalesa global dels mercats de primeres matèries fa que el xoc s'hagi transmès també a geografies amb fonts d'aprovisionament allunyades del conflicte i, fins i tot, ben proveïdes, com l'Amèrica del Nord. D'aquesta manera, empreses intensives en petroli i en gas de tot el món han quedat exposades a un encariment dels costos de producció. Els sectors amb una major exposició directa són el refinatge i la generació elèctrica, la indústria química i metal·lúrgica, els serveis de transport, els materials de construcció i l'agricultura (vegeu el primer gràfic, amb dades agregades per a la UE). A aquest impacte caldria sumar una segona capa, a través dels productes derivats: alguns, com els fertilitzants al començament de la cadena de valor alimentària, tenen un abast més específic; uns altres actuen com a béns intermedis clau per a diferents branques manufactureres, com els plàstics i els metalls a la indústria automotriu, i altres presenten un impacte més generalitzat, com l'electricitat, un *input* crític per a la major part de l'activitat econòmica i especialment rellevant per als centres de dades vinculats al desplegament de la IA.<sup>3</sup>

1. Vegeu el Focus «Caracterització del cicle econòmic a la UE: ni transversal, ni robust», a l'IM01/2026.  
 2. Vegeu el Focus «El mercat del petroli, en el món del desconegut», en aquest mateix Informe Mensual.  
 3. Una prova d'aquesta rellevància és que l'Administració Trump va signar, el 4 de març, una proclamació amb el compromís de set empreses tecnològiques de internalitzar els costos elèctrics que els centres de dades poguessin generar als consumidors.

### UE: activitats econòmiques amb més contingut energètic

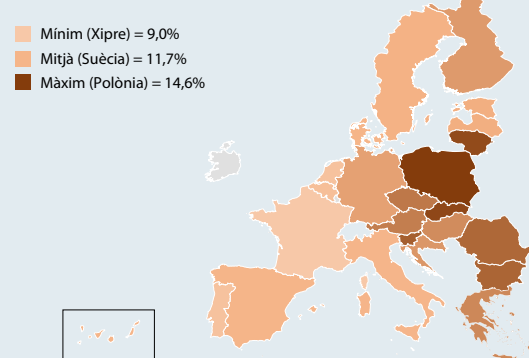
(% del valor de la producció, 2023)



Notes: Contingut directe inclou productes de mineria, refinatge de petroli, electricitat i gas. Inputs amb contingut elevat (mitjà) inclouen aquells sectors amb contingut directe igual o superior al 10% (al 5%) de la producció.  
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

### UE: contingut energètic per països

(% del valor de la producció, 2024)



Notes: Mitjana del contingut energètic de cada sector a la UE-27 ponderat pel pes del valor afegit sectorial en cada Estat membre. El contingut energètic és la suma del contingut directe i dels inputs amb contingut directe elevat i mitjà. Dades no disponibles per a Irlanda, Luxemburg i Malta.  
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

En els últims anys, la UE ha reduït la seva intensitat energètica<sup>4</sup> i, després de la invasió russa d'Ucraïna, ha fet grans esforços de diversificació.<sup>5</sup> No obstant això, encara manté un elevat grau de dependència externa en les fonts primàries d'energia. A més a més, el pes de les renovables en la generació d'electricitat conviu amb un sistema marginalista en què els combustibles fòssils, en general, i el gas, en particular, continuen sent els que sovint determinen el preu.<sup>6</sup> Tot això fa que la sensibilitat europea als mercats energètics internacionals continuï sent elevada. Les diferències entre països responen, en gran part, a l'estructura productiva i al pes dels sectors intensius en energia esmen-

4. Agència Internacional de l'Energia (2025), «Energy Efficiency 2025».  
 5. Vegeu el Focus «Europa, davant una altra crisi energètica», en aquest mateix Informe Mensual.  
 6. Draghi, M. (2024), «The Future of European Competitiveness».

tats més amunt: l'est d'Europa és la zona relativament més exposada, amb Polònia, Eslovàquia i Lituània al capdavant (vegeu el segon gràfic), i, entre les economies més grans, Alemanya presenta el major percentatge de contingut energètic, i França, el més reduït.

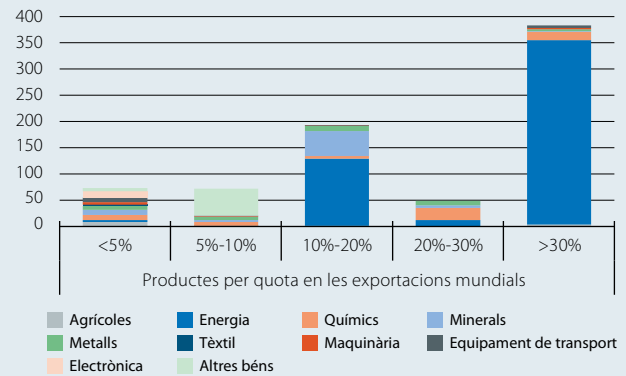
**La rellevància geoeconòmica del Pròxim Orient, més enllà de l'energia**

La rellevància econòmica del Pròxim Orient va molt més enllà dels mercats de petroli i de gas, cap més visible, a curt termini, dels efectes de la guerra. Països com l'Aràbia Saudita, Qatar i els Emirats Àrabs Units són importants productors i exportadors de productes no energètics, sobretot als sectors químic i metal·lífer (vegeu el tercer gràfic), entre els quals destaquen els nutrients per a l'elaboració de fertilitzants, com la urea, la producció de la qual al conjunt de la regió suma prop d'un terç de les exportacions mundials, i de les quals l'Índia i el Brasil són altament dependents. També destaca la provisió de primeres matèries fonamentals per a un ampli ventall de productes plàstics, com l'etilenglicol, el polietilè (PE) o el polipropilè (PP), que representen més del 25% de la quota mundial, amb Àsia com a principal client. També l'heli, un gas noble crític per a la indústria de semiconductors, del qual la regió n'és un proveïdor clau i amb Taiwan entre els països més dependents. I l'alumini i els seus aliatges (quota del 15%), destinats a la metal·lúrgia, a l'automoció, a la construcció o a la maquinària, dels quals Europa és un dels majors compradors (vegeu el mapa de les principals dependències importadores de la UE al quart gràfic).

A més a més, la regió és un node estratègic en les relacions econòmiques entre Europa i Àsia. A la rellevància de l'estret d'Ormuz com a pas d'exportació de petroli i de gas, se suma la del canal de Suez, un dels *choke points* més crítics del transport marítim mundial de mercaderies. Aquesta segona via ja està sotmesa a un estrès considerable des del final del 2023, a causa dels atacs hutis al mar Roig al voltant de l'estret de Bab el-Mandeb, la qual cosa ha fet recular el 50% el trànsit marítim per aquest punt i ha incrementat la longitud i la durada de la ruta cap a Europa (en 6.500 quilòmetres i 10-15 dies, respectivament), ja que cal desviar-se pel cap de Bona Esperança.<sup>7</sup> Tot això ha comportat importants retards en el lliurament de comandes i l'encariment dels nolis en aquest trajecte particularment rellevant per a les mercaderies de baix valor unitari, com els carregaments a granel de cereal i de fertilitzants o les manufactures bàsiques, com mobles, tèxtil i joguines. Aquesta situació es pot agreujar amb l'extensió del conflicte al Pròxim Orient. Cal recordar que la UE presenta dependències molt marcades amb la Xina en minerals crítics per a la indústria automotriu i tecnològica,<sup>8</sup> per a l'electrònica de consum (mòbils i por-

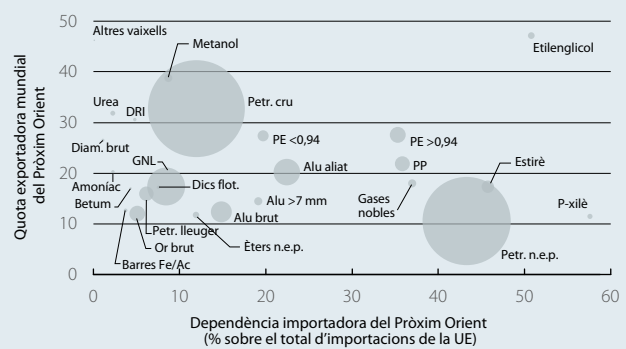
**Exportacions del Pròxim Orient: per quota mundial i per sector**

(Milers de milions de dòlars, 2024)



**Nota:** Suma de les exportacions de l'Iran, l'Iraq, els EAU, l'Aràbia Saudita, Qatar, Bahrain, Kuwait i Oman. Càlculs basats en productes a sis dígits de la classificació HS.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'Atlas of Economic Complexity.

**UE: dependència importadora del Pròxim Orient Productes seleccionats, 2025**



**Notes:** Productes a sis dígits de la classificació HS en què el Pròxim Orient té una quota exportadora mundial del 10% o superior. Pròxim Orient inclou l'Iran, l'Iraq, els EAU, l'Aràbia Saudita, Qatar, Bahrain, Kuwait i Oman. L'àrea dels cercles és proporcional al valor de les importacions de la UE des del Pròxim Orient.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'Atlas of Economic Complexity.

tàtils) i per als equips elèctrics (electrodomèstics per a la llar, bateries i generadors d'ús industrial).<sup>9</sup>

Finalment, convé destacar també el paper que exerceixen Dubai i Doha com a *hubs* aeris internacionals. A més de la seva funció com a connector intercontinental entre Europa, Àsia i Àfrica, la regió ha guanyat un pes creixent com a destinació turística i de negocis mitjançant l'impuls de grans esdeveniments internacionals, de congressos sectorials i d'un notable desenvolupament d'infraestructures hoteleres i d'oci. El 2024, l'aeroport de Dubai –el segon més transitat del món i el primer en tràfic internacional– va assolir els 92 milions de passatgers, i el de Doha es va acostar als 53 milions. L'agreujament i la prolongació de la guerra a l'Iran podria desviar els fluxos aeris i de viatgers cap a altres zones i beneficiar potencialment Europa, tal com va succeir durant la Primavera Àrab el 2010 i, més recentment, arran dels conflictes oberts d'Israel.

David Martínez Turégano

7. Nations Unides (2025), «Review of maritime transport 2025: Staying the course in turbulent waters».  
8. Vegeu el Focus «L'alquímia de la Xina: com transforma minerals crítics en poder global», a l'IM01/2026.

9. Vegeu el Focus «Dependències importadores i urgències competitives per a la indústria europea», a l'IM07/2025.

## Europa, davant una altra crisi energètica

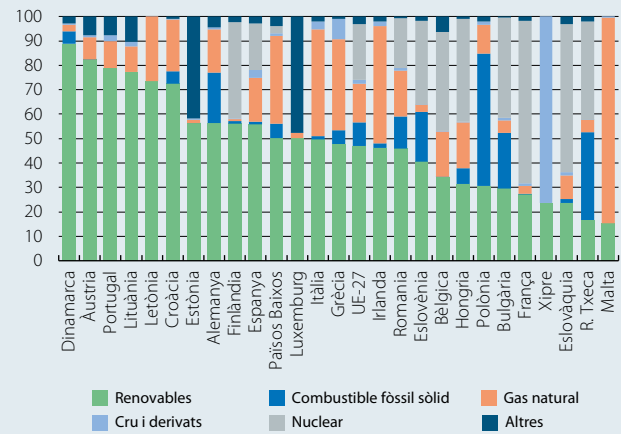
Europa, que, abans de l'esclat del conflicte armat a l'Iran, afrontava unes expectatives per a l'any relativament optimistes, s'enfronta ara a l'impacte d'un nou augment dels preus de l'energia. La invasió d'Ucraïna el 2022 ja va desencadenar una crisi important de subministraments i va disparar els preus del cru i, sobretot, del gas natural, la qual cosa va obligar a instrumentar mesures fiscals per limitar-ne l'impacte sobre l'activitat. El conflicte al Pròxim Orient presenta un nou xoc energètic i, malgrat que la conjuntura i els riscos són diferents,<sup>1</sup> torna a posar el focus en el model energètic d'Europa.

### Malgrat els importants avanços assolits, Europa continua tenint una dependència elevada dels combustibles fòssils

Malgrat els esforços duts a terme en els últims anys per reduir la intensitat energètica a Europa i per augmentar el pes de les renovables com a fonts alternatives d'energia, la regió continua sent sensible als moviments en els preus de l'energia als mercats internacionals. De fet, més del 70% de tota l'energia que consumeix la UE-27 es genera mitjançant fonts no renovables.<sup>2</sup> Un dels principals demandants d'energia és el transport, amb prop de la tercera part del consum de l'energia total de la UE i que es nodreix, gairebé del tot, dels derivats del petroli, com la benzina o el dièsel, que ja han mostrat un encariment important (des de l'inici de l'any, gairebé el 20% i el 36%, respectivament) i que han incrementat els costos del sector. D'altra banda, les famílies<sup>3</sup> i el sector industrial representen, cadascun, prop del 25% del consum total d'energia a través, sobretot, del gas natural i de l'electricitat.

L'electricitat no és una font primària d'energia, però el seu preu dependrà del cost dels *inputs* utilitzats per generar-la. A Europa, els preus de l'electricitat es fixen a través d'un sistema marginalista que fa que el preu final vingui determinat per l'energia més cara necessària per cobrir la demanda, que, sovint, sol ser la generada amb gas, malgrat no ser la principal font de generació.<sup>4</sup> Al conjunt de la UE, més del 47% de l'electricitat es genera amb renovables, en relació

### Europa: fonts de generació d'electricitat (% del total)



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

amb menys del 16% amb gas, el 10% amb carbó i el 23% amb energia nuclear. No obstant això, l'agregat oculta importants divergències per països, la qual cosa és determinant a l'hora de valorar l'impacte d'una pujada dels preus dels combustibles fòssils, sobretot a les economies amb un pes important d'indústria intensiva en energia.<sup>5</sup>

En termes generals, les economies de l'Europa de l'est es troben en una posició més desfavorable, tant perquè ocupen les últimes posicions al rànquing d'eficiència energètica com pel seu mix d'energia i per la seva estructura productiva. En concret, Polònia, amb una indústria que representa gairebé la cinquena part de la seva economia i que consumeix gairebé el 40% de tota l'electricitat del país, genera prop del 54% d'aquesta electricitat amb carbó<sup>6</sup> i gairebé no compta amb nuclear. A més a més, la seva indústria intensiva en energia representa gairebé el 7,0% del VAB total.

També és destacable el cas d'Alemanya, on el sector industrial, un dels més grans de la zona de l'euro (gairebé el 21% del PIB), consumeix, directament, més del 37% de tot el gas que gasta el país i prop del 47% de tota l'electricitat, que, a més a més, es genera el 18% amb gas i el 21% amb carbó. França, en canvi, mostra una menor sensibilitat, gràcies a un parc nuclear que cobreix la major part de la seva demanda elèctrica (prop del 67%) i a una economia menys dependent del sector industrial (amb prou feines representa el 12% del

5. Es consideren indústries intensives en energia les de metalls bàsics, química, minerals no metàl·lics, alimentació i paper. Aquests cinc sectors consumeixen, en la mitjana de la UE-27, les dues terceres parts de tota l'energia consumida a tota la indústria.

6. El conflicte al Pròxim Orient no afecta, directament, els preus del carbó, ja que la regió no és productora d'aquesta primera matèria. No obstant això, l'encariment o l'escassetat de cru i/o de gas pot provocar una certa substitució d'aquestes fonts d'energia per carbó i pot pressionar-ne el preu a l'alça. De fet, durant la crisi energètica del 2021-2022, el preu del carbó es va multiplicar per quatre i, des de l'esclat del conflicte al Pròxim Orient, ja s'ha encarimentat gairebé el 17%.

1. Vegeu l'article «Tensions energètiques, inflació i política monetària a la zona de l'euro», en aquest mateix Informe Mensual.

2. Vegeu *Energy in Europe – 2026 edition*, Eurostat.

3. Fa referència al consum energètic a les llars. La despesa en benzina/gasoil assumida per les famílies en els seus desplaçaments es computa dins el sector transport. Vegeu <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008R1099>.

4. L'electricitat no es pot emmagatzemar fàcilment, de manera que, a Europa, es calcula cada dia quanta energia es necessitarà a cada hora de l'endemà. Per a cada hora, les centrals elèctriques indiquen quanta electricitat poden produir i el preu mínim al qual estan disposades a oferir-la. Llavors el mercat ordena aquestes ofertes de menor a major preu i les va acceptant fins a cobrir tota la demanda prevista. L'última central necessària per satisfer la demanda, habitualment la més cara entre les que entren, és la que determina el preu final de l'electricitat per a aquesta hora.

PIB). Espanya i Itàlia, on la indústria pesa el 14% i el 18% del PIB, respectivament, mostren una posició diferent de partida. La indústria a Espanya representa prop del 60% del consum nacional de gas natural i gairebé el 30% del d'electricitat, tot i que ha reduït la generació d'electricitat amb carbó a menys de l'1% i combina el 56% de renovables amb el 19% de nuclear, la qual cosa li dona un cert matalàs. Itàlia és més vulnerable, ja que la seva indústria representa més del 30% de tot el consum nacional de gas natural i d'electricitat, però el 44% de l'electricitat es genera amb gas i el pes de les renovables en la seva producció és el menor entre les quatre grans economies de la zona de l'euro.

**Una nova crisi, una nova oportunitat per avançar**

Europa ha dut a terme un esforç important en els últims anys per millorar la seva eficiència energètica i per reduir de manera significativa la dependència de les energies fòssils. No obstant això, les fonts tradicionals i no renovables d'energia continuen tenint un pes molt rellevant en el conjunt de l'economia, i la conjuntura actual de preus energètics elevats posa a prova, una vegada més, la resiliència d'Europa i, al mateix temps, ens recorda els seus punts febles en matèria d'energia. Així mateix, el conflicte al Pròxim Orient afegeix un factor de risc, tant per la possible reducció de l'oferta global d'hidrocarburs (davant l'amenaça que els atacs a infraestructures claus a la regió afectin la producció/distribució en els propers anys) com per les interrupcions logístiques i comercials derivades dels tancaments de l'estret d'Ormuz i dels problemes a l'estret de Bab el-Mandeb.

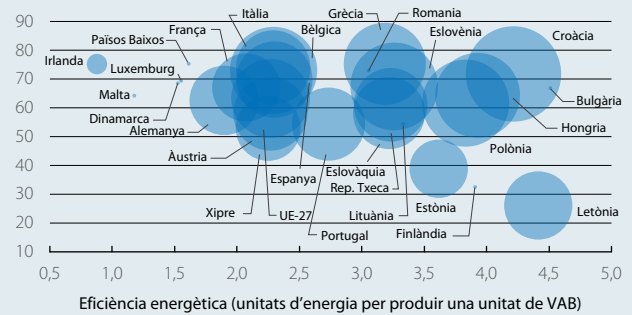
Així i tot, Europa no afronta aquesta situació actual des de zero: la resposta unida a la crisi del 2022 va accelerar diverses iniciatives per reduir la dependència energètica. S'han diversificat les fonts d'aprovisionament de gas (amb una nova infraestructura d'importació de gas natural líquid i amb acords amb proveïdors alternatius), s'estan reforçant les connexions i la solidaritat elèctrica i gasista entre països de la UE, i les polítiques públiques (com RePower-EU o els fons Next Generation) impulsen la inversió en renovables, en eficiència energètica i en electrificació.

Per tant, la situació actual representa un nou desafiament, però també és una nova oportunitat per corregir desequilibris històrics en el sistema energètic. Dues crisis energètiques en menys de cinc anys poden impulsar una transició més ràpida cap a un model energètic sostenible i segur, amb diversificació de fonts i amb més cooperació europea. Assolir aquestes metes és la millor garantia perquè, en el futur, les famílies i les empreses europees estiguin més protegides davant els vaivens dels mercats energètics internacionals. El full de ruta ja està marcat. Ara el repte torna a ser implementar-lo amb la urgència que imposen les circumstàncies actuals.

Rita Sánchez Soliva

**Europa: exposició de la indústria als combustibles fòssils**

(% d'energia no renovable utilitzada a la indústria) \*



**Notes:** La grandària de la bombolla indica el percentatge que aporten les indústries intensives en energia al VAB. Es consideren indústries intensives en energia les de metalls bàsics, química, minerals no metàl·lics, alimentació i paper. Per a Irlanda, sense dades per a la indústria química. Sense dades per a cap de les indústries intensives en energia per a Bulgària, Dinamarca, Finlàndia, Lituània, Luxemburg, Malta, els Països Baixos i Romania. \* S'inclou també el percentatge d'energia elèctrica generada amb energies fòssils.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

## Tensions energètiques, inflació i política monetària a la zona de l'euro

Al març, els bombardejos entre l'Iran i els EUA i Israel van causar un estrès notable en les primeres matèries energètiques: el petroli Brent va fluctuar al voltant dels 100 dòlars per barril al llarg del mes i el gas TTF, entre els 50 i 60 euros per MWh. Això apunta a un repunt de la inflació i ha fet que els mercats cotitzessin pujades de tipus en les pròximes reunions del BCE.

### L'Iran: un xoc energètic, però no som el 2022

El conflicte a l'Orient Pròxim comporta una disrupció de l'oferta global i, per tant, pot elevar la inflació i frenar l'activitat econòmica. La qüestió és si la magnitud, la persistència i la propagació de les disrupcions acabaran en un canvi de perspectives econòmiques o només en un recalibratge de les previsions. Malgrat que la incertesa és molt elevada, la naturalesa del xoc va portar records de la invasió russa a Ucraïna el 2022. Però la situació és diferent.

El 2022, l'estrès no va ser només una qüestió d'encariment del gas i del petroli, sinó també un problema dels fluxos d'energia mateixos: Europa va haver de reconfigurar les cadenes de subministrament per la seva elevada dependència de Rússia. En canvi, les dependències directes que té Europa del Pròxim Orient són contingudes (vegeu el primer gràfic) i la disrupció de subministraments afecta, sobretot, Àsia.

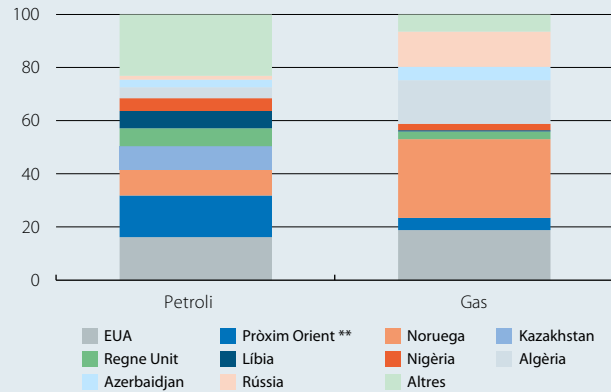
Pel costat dels preus, entre el febrer i el març, els mercats de futurs van passar de cotitzar unes mitjanes per al 2026 de 65 dòlars per barril de Brent i de 30 euros per MWh de gas TTF a 80-90 dòlars el Brent i 45-55 euros el TTF (vegeu el segon gràfic). Malgrat la rellevància del canvi, la sacsejada va ser molt més forta el 2022: si, cap a la meitat del 2021, es cotitzaven uns preus respectius per al 2022 de 70 dòlars i de 25 euros, en la mitjana de l'any, van acabar sent de 100 dòlars i de 130 euros i van desembocar en una inflació energètica anual de gairebé el 40% a la zona de l'euro.

L'entorn macroeconòmic i monetari també és diferent. El 2022, la guerra va confluïr amb la reobertura postpandèmica de l'economia global, i la interacció entre el xoc energètic i els desequilibris de demanda i d'oferta va causar una tempesta perfecta per a la propagació de la inflació. A més a més, la política monetària es trobava en una posició àmpliament acomodaticia<sup>1</sup> que llastava la velocitat de reacció del BCE.

El 2026, el punt de partida situa l'economia europea en una millor posició. Sense els desequilibris ni les pressions en les cadenes globals de subministraments del 2022, l'activitat de la zona de l'euro ha mantingut un creixement moderat, mentre que ja fa trimestres que la política monetària està en una posició neutral i l'estratègia del BCE de prendre decisions

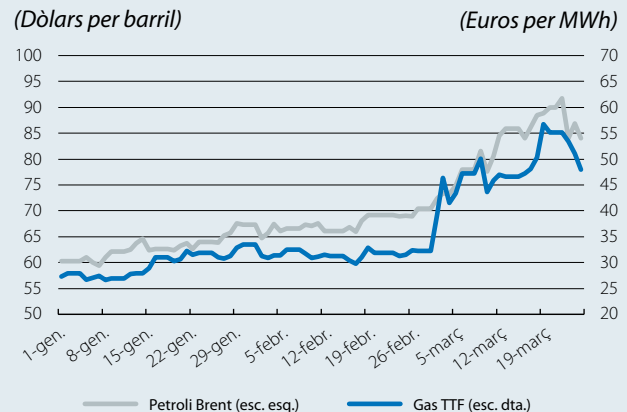
1. Al febrer del 2022, el BCE tenia el tipus oficial en un mínim històric del -0,50% i mantenia polítiques no convencionals, tant amb compres netes d'actius (PEPP i APP) com amb injeccions de liquiditat a llarg termini (TLTRO-III).

### Zona de l'euro: importacions de petroli i de gas (% del total) \*



Notes: \* Dades del 2024, excloses les importacions d'altres països de la UE. \*\* Inclou la Península Aràbiga, Llevant, l'Iraq i l'Iran.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Preu mitjà previst per al 2026 segons els futurs de mercat



Nota: Evolució des de l'inici d'enguany segons els preus de tancament dels mercats de futurs.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

«reunió a reunió» i «segons l'evolució de les dades i de les perspectives» li permet reaccionar amb agilitat.

El BCE també compta amb el matalàs d'unes expectatives d'inflació ancorades en l'objectiu del 2% a mitjà termini. No obstant això, aquí pot haver-hi una diferència desfavorable en relació amb el 2022, ja que les expectatives acostumen a veure's molt influenciades pels records recents: mentre que, el 2022, l'experiència era d'una dècada de baixa inflació, el 2026, continua molt present la memòria de l'última crisi inflacionista.

### Inflació: impactes directe i indirecte

L'energia representa una mica menys del 10% de la cistella de preus (IPCH) de la zona de l'euro, i la seva inflació exhibeix un vincle estret amb els preus del gas i del petroli. Així, estimem que el rang de futurs del Brent i del TTF cotitzats al març es podria traduir en una inflació energètica entre el 5% i el 12% per al conjunt del 2026 a la zona de l'euro, però que després

baixaria al 0%-1% de cara al 2027.<sup>2</sup> Partint d'una inflació general del 2%, mecànicament l'energia podria comportar un avanç de l'IPCH del 2,5%-3,1% el 2026 per al conjunt de la zona de l'euro, que afluiria de nou el 2027 fins al 2% (vegeu el tercer gràfic).

Un encariment de l'energia persistentment rellevant també pot repercutir sobre la resta dels preus de la cistella de consum a través de les dependències energètiques dels diferents sectors econòmics.<sup>3</sup> Les taules *input-output* de la zona de l'euro mostren la intensitat petrolífera i elèctrica a nivell sectorial i ofereixen una aproximació al potencial d'aquest efecte indirecte sobre la inflació. Per estimar-lo, traslladem les intensitats energètiques de cada sector a les diferents partides de l'IPCH i estressem els seus preus amb el rang d'inflacions energètiques del 5%-12%.<sup>4,5</sup> Sota el supòsit que la força de transmissió és proporcional a la intensitat energètica, l'impacte indirecte pot ser rellevant, tot i que, a la pràctica, afectaria la inflació amb retard<sup>6</sup> i, probablement, només es materialitzaria amb una intensitat alta (com la predita per l'exercici) en un escenari d'estrès energètic persistentment significatiu.

**Condicionants per al BCE**

Aquest rang d'impactes no difereix gaire del cotitzat pels mercats al març, quan els *swaps* d'inflació apuntaven a taxes una mica superiors al 3% i al 2,5% a un i a dos anys vista, respectivament. Alhora, els mercats cotitzaven entre 2 i 3 pujades de tipus del BCE al llarg del 2026, amb un tipus *depo* al final de l'any entre el 2,50% i el 2,75%.

Podem avaluar aquestes expectatives a partir de l'anomenada regla de Taylor, que projecta el tipus d'interès que hauria de fixar el BCE en funció de l'evolució de l'activitat i de la inflació.<sup>7</sup> Al quart gràfic presentem un ventall de respostes

2. Utilitzem sendes per als preus del petroli i del gas en funció dels futurs referenciats entre el març i el desembre del 2026 i cotitzats al llarg del març passat. El rang s'emmarca entre els percentils 30% i 99% de preus. Aquestes sendes es traslladen a la inflació energètica amb regressions lineals que tenen un bon ajust: una entre el petroli i l'IPCH dels fuels i lubricants i una altra entre el gas i l'IPCH de l'energia un cop exclosos els fuels.

3. Vegeu l'article «[Mapa de l'exposició i de la rellevància geoeconòmica del Pròxim Orient](#)», en aquest mateix *Informe Mensual*.

4. Reproduïm la metodologia amb què Fagandini, B. et al. (2024), «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Butlletí Econòmic del BCE 3/2024, calculen un IPCH «sensible a l'energia». Després d'assignar la intensitat energètica entre 103 partides de l'IPCH, els traslladem l'encariment de l'energia a partir de la ràtio entre la intensitat energètica de cada component i la de les partides purament energètiques.

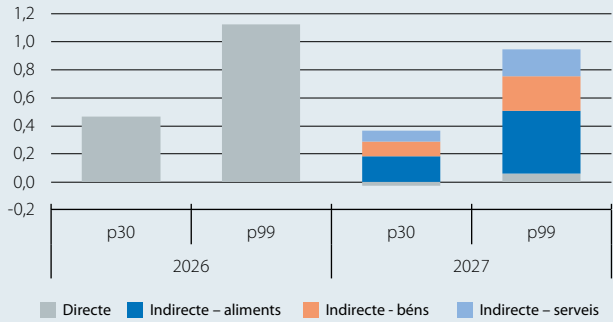
5. L'exercici identifica els aliments i els serveis relacionats amb el transport i amb la reparació de béns com els més propensos a patir efectes indirectes de l'energia.

6. Després del pic de la inflació energètica del 2022, van passar 9 mesos fins al pic de la inflació en els béns no energètics, 10 en aliments i 14 en serveis.

7. Basant-nos en Mazelis, F. et al. (2023), «Monetary policy strategies for the euro area: optimal rules in the presence of the ELB», ECB Working Paper, utilitzem la regla:  $i_t = \rho(i_{t-1} - i_t^*) + (1 - \rho)[1,5 \cdot (\pi_t - 2) + y_t]$ , on  $i$  és el tipus d'interès natural,  $\pi$  és la inflació i  $y$  és l'*output gap* (diferència entre el PIB observat i el potencial). Assumim un tipus d'interès natural nominal del 2% i un *output gap* inicial de zero. El paràmetre  $\rho$  mesura la gradualitat de la resposta.

**Inflació de la zona de l'euro: propagació d'un xoc energètic**

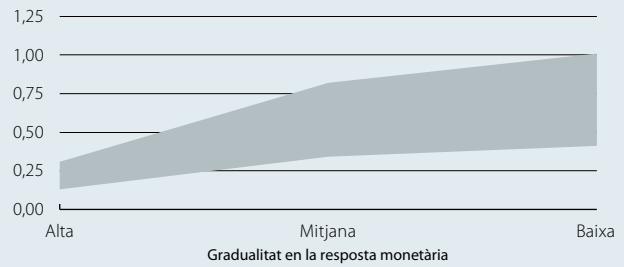
Contribució a la inflació general (p. p.)



Notes: p30 i p99 indiquen sendes de preus per al gas i per al petroli cotitzades pels mercats de futurs al març (percentils 30 i 99). L'efecte directe és la contribució de la inflació energètica provocada per l'impacte del gas i del petroli. L'efecte indirecte és la contribució de la resta de la cistella provocada per la transmissió de la inflació energètica.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i d'estimacions pròpies.

**BCE: resposta del tipus d'interès oficial al xoc energètic**

Variació en relació amb el punt de partida (p. p.)



Notes: El rang emmarca escenaris projectats a partir de diferents futurs de petroli i de gas cotitzats al març del 2026 (des del percentil 30 al 99). La resposta del BCE se simula amb una regla de Taylor inercial en què el tipus d'interès depèn del seu punt de partida, del tipus neutral, de la desviació de la inflació del 2% i de l'*output gap*. Una «gradualitat» alta (baixa) indica que la regla dona un pes alt (baix) al punt de partida dels tipus.  
Font: CaixaBank Research, a partir d'estimacions pròpies i de dades de Bloomberg i del BCE.

en funció de les sensibilitats de la inflació analitzades amb anterioritat, dels potencials impactes sobre l'activitat (que, fins al moment, s'estimen continguts)<sup>8</sup> i de la gradualitat de la resposta del BCE.

L'exercici no descarta la possibilitat que el BCE amb prou feines reaccioni al xoc energètic, basant-se en la seva transitorietat i en el punt de partida favorable de l'economia i de la política monetària de la zona de l'euro. Així i tot, també es dibuixa la possibilitat d'un escenari en què la combinació d'un xoc energètic més sever i persistent i d'una resposta àgil del BCE propiciï un enduriment dels tipus d'interès semblant al cotitzat pels mercats financers al març. Un escenari en què el BCE passaria d'una política monetària clarament neutral a uns tipus que se situarien entre la banda alta del que encara seria neutral i la banda baixa d'una política restrictiva.

8. Amb el comportament dels futurs energètics al llarg de març, la majoria de les estimacions apunten a un impacte sobre l'activitat marcadament més moderat que sobre la inflació (reflex de la baixa major directa de la zona de l'euro i de la seva major resiliència energètica). Així, alimentem la regla de Taylor amb els escenaris de PIB advers i sever que va presentar el BCE el març passat i projectem creixements en el rang del 0,4%-1,2%.

## Quant ha avançat la UE amb la Brúixola de la Competitivitat?

El 2024, els informes Letta i Draghi van diagnosticar les urgències competitives de la UE i van proposar reformes per reactivar el creixement econòmic a mitjà termini.<sup>1</sup> Sobre aquesta base, la Comissió Europea va presentar, el 2025, la Brúixola de la Competitivitat: un itinerari per aprofundir en la integració econòmica, per tancar la bretxa d'innovació amb els EUA i per compatibilitzar creixement i descarbonització.<sup>2</sup> El 2026, en un entorn geopolític més complex, el balanç és positiu en orientació i en debat, però limitat en avanços, amb decisions clau encara pendents i de futur incert. De cara al 2027, amb un espai fiscal escàs, amb el final de l'NGEU i amb la negociació del pròxim pressupost, la prioritat és accelerar l'agenda reformadora per afrontar els desafiaments presents i futurs.

### Avanços en simplificació reguladora i en diversificació de les relacions econòmiques

Gairebé 500 dies després de la presentació de la Brúixola de la Competitivitat, el balanç és mixt i, per extensió, també ho és l'avanç en les recomanacions de l'informe Draghi: fins al gener d'enguany, només el 15% haurien estat plenament implementades i el 24% de manera parcial.<sup>3</sup>

Els progressos més visibles es concentren en tres fronts: (i) instruments de finançament, com els préstecs SAFE vinculats als nous compromisos de defensa;<sup>4</sup> (ii) la continuïtat d'iniciatives ja desplegades, com la *Net-Zero Industry Act* – pilar industrial del *Green Deal*– els projectes IPCEI en tecnologies netes, els projectes estratègics de la Llei de Primeres Matèries Crítiques i la desconexió de l'energia russa impulsada per REPowerEU, i (iii) ajustos per optimitzar la regulació vigent, com els paquets Òmnibus –dels quals la Comissió ha adoptat 6 dels 10 previstos, inclosos el digital i el de sostenibilitat–<sup>5</sup> i la creació del segment *small mid-caps* per estendre els beneficis administratius més enllà de les pimes.<sup>6</sup> A tot això se sumen actuacions en competències estrictament comunitàries, especialment en política comercial i en associacions estratègiques, com els acords amb MERCOSUR, amb Indonèsia, amb l'Índia i amb Austràlia, pendents de ratificació<sup>7</sup> i orientats a diversificar les relacions econòmiques de la UE.<sup>8</sup>

A més a més, la Comissió continua desenvolupant les recomanacions de Letta i de Draghi mitjançant estratègies i

plans d'acció en diferents àrees, tot i que la seva traducció en resultats dependrà dels colegisladors i de la implementació nacional. En l'àmbit del mercat únic, el marc *One Europe, One Market* cerca reduir les friccions i reforçar l'aplicació de les normes existents.<sup>9</sup> El full de ruta se centra en corregir les *terrible ten* –les 10 barreres que la Comissió identifica com més nocives per al mercat interior– mitjançant mesures que van des de la simplificació normativa fins a l'harmonització reguladora als serveis. En aquest enfocament s'inscriu l'EU Inc. (règim 28), una proposta de marc societari opcional amb operativa corporativa plenament digital –constitució en línia en 48 hores per menys de 100 euros–, procediments concursals adaptats a les microempreses i a les *start-ups*, aplicació del principi *once-only* en la informació societària i més flexibilitat de capital per facilitar l'escalat de les empreses innovadores.

En l'àmbit financer, la Unió de l'Estalvi i la Inversió (SIU) actua com a habilitadora transversal. El desplegament és gradual: el primer paquet legislatiu presentat per la Comissió se centra en el mercat de les titulitzacions, amb l'objectiu de reactivar un segment infrautilitzat i d'alliberar capacitat addicional de finançament. En paral·lel, s'ha avançat en el disseny de productes d'estalvi-inversió per augmentar la participació minorista als mercats de capitals. Les iniciatives més delicades –integració, escalat dels mercats i supervisió– es deixen per a fases posteriors i exigiran acords polítics més amplis. Per la seva banda, l'euro digital –clau per a l'autonomia i per a la resiliència financeres– avança en la seva fase preparatòria liderat pel BCE, tot i que el seu impacte i el seu calendari continuen subjectes a decisions legislatives pendents.

En innovació i en adopció tecnològica, la Comissió ha presentat el pla Continent d'IA, que ordena l'agenda europea de desplegament d'aquesta tecnologia, que inclou l'estratègia *Apply AI*, orientada a accelerar-ne l'adopció en sectors estratègics mitjançant projectes pilot, la infraestructura dedicada –incloses les factories i les gigafactories– i el suport específic a pimes per reduir les barreres d'entrada. En capital humà, la *Union of Skills* complementa aquesta agenda amb mesures per reforçar la formació en STEM i les capacitats digitals, per millorar el reconeixement de les qualificacions i per facilitar la mobilitat laboral, claus per alleujar els colls d'ampolla en sectors vinculats a la transició verda i digital.

### El que encara queda pendent (i el més rellevant): un mercat interior genuí i amb escala

Malgrat l'orientació estratègica correcta, continuen bloquejades peces crítiques de la Brúixola de la Competitivitat per a la integració del mercat únic, amb efectes rellevants sobre el creixement a mitjà termini. Algunes requereixen més coordinació –com la provisió de béns públics europeus (defensa, xarxes, interconnexions) o el disseny de projectes paneuropeus sota el marc d'ajudes d'Estat– però d'altres exigeixen acords, quan no unanimitat, entre els Estats membres en

9. Comissió Europea (2026), «The 2026 Annual Single Market and Competitiveness Report».

1. Draghi, M. (2024), «The Future of European Competitiveness», i Letta, E. (2024), «Much more than a market».

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

3. EPIC (2026), «The Draghi Observatory Implementation Index Update: Assessing EU Delivery of the Draghi Report».

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

5. L'estalvi estimat per a les empreses d'aquests sis paquets seria de 7.000 milions d'euros.

6. Vegeu el Focus «[Dimensió empresarial i bretxes de productivitat a la UE](#)», a l'IM10/2025.

7. El 23 de març, la Comissió va notificar als membres de MERCOSUR que el tractat interí entrarà en vigor el proper 1 de maig.

8. Vegeu el Focus «[Diversificació exportadora de la UE més enllà dels aranzels de Trump](#)», a l'IM12/2025.

àmbits on els incentius nacionals no sempre estan alineats: harmonització reguladora als serveis, convergència fiscal i laboral, revisió del marc de competència i construcció d'un mercat únic de capitals genuí.

L'FMI estima que les barreres internes a la UE equivalen a aranzels del 44% per als béns (en relació amb el 15% als EUA) i de fins al 110% per als serveis, la qual cosa il·lustra la magnitud del desafiament.<sup>10</sup> Avançar en un mercat únic de serveis va més enllà de la simplificació administrativa i requereix harmonitzar aspectes substantius: llicències i requisits professionals, normatives sectorials, regles sobre l'ús i la transferència de dades i, fins i tot, elements de regulació econòmica que influeixen en els preus, en els marges i en els models de prestació. Moltes d'aquestes competències estan ancorades en models nacionals consolidats, i la seva modificació exigeix un elevat capital polític. Una cosa similar succeeix amb l'EU Inc., l'impacte del qual serà limitat si no s'avança en una convergència més àmplia en fiscalitat, en marc laboral i en procediments d'insolvència.

De manera similar, l'estratègia per a la SIU aporta direcció, però encara no és una autèntica unió de mercats de capitals com la que Letta i Draghi consideren imprescindible per guanyar escala i eficiència en el finançament cap a l'activitat innovadora. És necessari eliminar friccions estructurals perquè el capital circuli lliurement per Europa: unificar marcs d'insolvència i d'execució de deutes; simplificar els tràmits i els impostos transfronterers que avui dissuadeixen la inversió a escala europea; integrar de manera efectiva els mercats borsaris i de renda fixa privada, inclosos els seus sistemes de compensació i de liquidació; avançar cap a una supervisió convergent que eviti una aplicació fragmentada del *single rulebook*, i completar la unió bancària mitjançant un fons paneuropeu de garantia de dipòsits.

En el pla industrial, les dependències estratègiques continuen sent elevades.<sup>11</sup> La Comissió va presentar al març la *Industrial Accelerator Act*, amb mesures per generar demanda de productes i de tecnologies europees amb una petjada de carboni baixa (per la via de la contractació pública i dels esquemes de suport) i per accelerar els permisos en sectors estratègics. Aquestes eines només seran eficaces si reforcen el mercat únic i si la reducció de dependències es basa en productivitat, en innovació i en escala, i no en objectius quantitatius de substitució d'importacions que encareixin els *inputs* i que erosionin la competitivitat.<sup>12</sup> En desenvolupament i en adopció tecnològica, el coll d'ampolla continua en la cadena de valor, amb dependències aigües amunt (semiconductors i potència de computació) i amb bretxes en accés a les dades, al finançament, al capital humà i a l'energia.

En descarbonització, persisteixen dos reptes centrals: la certesa reguladora i la reducció dels costos energètics. Més enllà de les xarxes, de les interconnexions i dels permisos, l'agenda europea reconeix que el preu final de l'electricitat depèn de

les regles del mercat i de l'estabilitat del marc. La reforma del disseny del mercat elèctric del 2024 va introduir millores per reduir l'exposició a la volatilitat del gas i per incentivar els contractes a llarg termini, malgrat que el seu impacte sobre els preus continua sent limitat. En paral·lel, la revisió de l'ETS prevista per al 2026 haurà d'equilibrar l'estabilitat del preu del carboni i el senyal d'inversió sense erosionar-ne el paper central en la transició.<sup>13</sup> Sense avanços creïbles en el cost de l'energia, la bretxa de preus en relació amb altres economies continuarà llstant la competitivitat industrial.

### De l'estratègia a la plena implementació

De cara a la segona meitat del 2026 i el 2027, existeix una finestra d'oportunitat, però el marge és estret. El final de l'NGEU coincideix amb la negociació del pressupost comunitari 2028-2034, amb més necessitats d'inversió en defensa, en energia i en tecnologies crítiques i amb un context d'envelliment demogràfic i de baixa productivitat.<sup>14</sup> A això se suma un entorn geopolític més exigent –conflicte enquistat a Ucraïna i recent al Pròxim Orient, reconfiguració del comerç global i episodis de volatilitat energètica– que incrementa el valor de la resiliència, però que també intensifica la competència per uns recursos públics limitats.<sup>15</sup>

En aquest context, l'agenda competitiva només guanyarà credibilitat si es tradueix en decisions executables. Primer, fer operatiu el mercat únic en els àmbits amb més potencial –serveis, dades, mobilitat d'empreses i talent– i prioritzar l'eliminació de les barreres més costoses per a l'escalat. Segon, aterrar la SIU en integració real i en finançament de creixement, avançant en insolvència, en friccions fiscals i en convergència supervisora. Tercer, abarair l'energia de manera estructural perquè la descarbonització reforci també la competitivitat industrial. Quart, accelerar en la carrera tecnològica, amb la IA com a eix, i basar-se en aliances estratègiques per assegurar *inputs* crítics i per obrir nous espais de cooperació econòmica.

La proposta d'un Fons de Competitivitat en el pròxim marc pressupostari pot ajudar a ordenar instruments i a concentrar recursos, però no substitueix la necessitat de tancar acords polítics en integració i en governança. Si una part de l'agenda avança mitjançant les coalicions de països, la base hauria de ser prou àmplia per no erosionar el mercat interior ni donar lloc a una Europa a diverses velocitats que afebleixi la cohesió social i territorial.<sup>16</sup> En definitiva, el pas decisiu en els propers trimestres és que la implementació agafi el relleu de les estratègies i dels plans d'acció.

David Martínez Turégano

10. FMI (2024), «A Recovery Short of Europe's Full Potential».

11. Vegeu el Focus «[Dependències importadores i urgències competitives per a la indústria europea](#)», a l'IM06/2025.

12. Zettelmeyer, J. (2025), «Draghi on a shoestring: the European Commission's Competitiveness Compass».

13. CEPS (2025), «Reforming the EU ETS: Balancing price stability and investment signals».

14. Vegeu el Focus «[Pressupost 2028-2034 per a la UE: missió impossible?](#)», a l'IM09/2025, i els Dossiers «[La capacitat transformadora de l'NGEU i d'altres plans d'estímul fiscal](#)», a l'IM03/2025, «[Desafiaments i polítiques en l'era de la longevitat](#)», a l'IM09/2025, i «[Les claus de la productivitat](#)», a l'IM01/2026.

15. Vegeu l'article «[El dilema fiscal europeu a mitjà termini](#)», al Dossier de l'IM11/2025.

16. Zettelmeyer, J., *op. cit.*

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	01/26	02/26	03/26
<b>Activitat</b>									
PIB real	2,8	2,1	2,0	2,1	2,3	2,0	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,4	4,5	4,8	4,9	4,6	3,9	4,5	4,1	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	96,1	99,8	93,1	97,4	94,2	89,0	91,0	91,8
Producció industrial	–0,7	1,2	0,7	0,5	1,7	1,7	2,3	1,4	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	49,9	48,8	48,7	48,2	52,6	52,4	52,7
Habitatges iniciats (milers)	1.371	1.357	1.401	1.354	1.346	1.328	1.487	...	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	330	339	339	338	337	341	343	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,1	4,2	4,3	4,5	4,3	4,4	4,3
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,1	59,8	60,0	59,8	59,6	59,7	59,4	59,3	59,2
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,8	–3,4	–3,5	–3,6	–3,4	–3,0	–2,7	–2,5	...
<b>Preus</b>									
Inflació general	2,9	2,6	2,7	2,4	2,9	2,7	2,4	2,4	...
Inflació nucli	3,4	2,9	3,1	2,8	3,1	2,6	2,5	2,5	...

## JAPÓ

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
<b>Activitat</b>									
PIB real	–0,2	1,2	1,6	2,1	0,7	0,4	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	37,2	34,7	34,7	32,8	34,6	36,8	37,9	40,0	...
Producció industrial	–3,0	0,1	2,8	0,1	–1,1	–1,3	2,6	0,3	...
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	2,7	2,6	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,9	–0,7	–0,5	–0,4	–0,2	–0,3	...
<b>Preus</b>									
Inflació general	2,7	3,2	3,8	3,4	2,9	2,7	1,5	1,3	...
Inflació subjacent	2,4	3,0	2,7	3,2	3,2	3,0	2,7	2,6	...

## XINA

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
<b>Activitat</b>									
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	...	2,8	...
Producció industrial	5,6	5,9	6,8	6,2	5,8	5,0	...	6,3	...
PMI manufactures (oficial)	49,8	49,6	49,9	49,4	49,5	49,4	49,3	49,0	50,4
<b>Sector exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	997	1.193	1.086	1.146	1.176	1.193	1.177	1.237	...
Exportacions	4,6	5,5	5,7	6,0	6,5	3,8	9,8	39,4	...
Importacions	1,0	0,0	–6,8	–0,8	4,5	2,9	25,6	13,8	...
<b>Preus</b>									
Inflació general	0,2	0,1	–0,1	0,0	–0,2	0,6	0,2	1,3	...
Tipus d'interès de referència <sup>3</sup>	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	6,9	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	01/26	02/26	03/26
Vendes al detall (variació interanual)	1,3	2,4	2,3	3,0	2,0	2,2	2,0	...	...
Producció industrial (variació interanual)	-2,9	1,5	1,3	1,2	1,6	2,1	-1,2	...	...
Confiança del consumidor	-12,6	-13,4	-12,7	-14,2	-13,6	-12,9	-12,5	-12,3	-16,3
Sentiment econòmic	95,9	95,9	95,9	94,8	95,9	97,2	99,2	98,2	96,6
PMI manufactures	45,9	49,1	47,6	49,3	50,1	49,5	49,8	50,8	51,6
PMI serveis	51,5	51,3	51,0	50,1	50,9	53,0	51,6	51,9	50,2
<b>Mercat de treball</b>									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,0	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	-	-	-
<b>Taxa d'atur</b> (% pobl. activa)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,1	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	7,8	...
Itàlia (% pobl. activa)	6,6	6,1	6,4	6,3	6,0	5,7	5,2	5,3	...
<b>PIB real</b> (variació interanual)	0,9	1,5	1,6	1,6	1,4	1,2	-	-	-
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	01/26	02/26	03/26
General	2,4	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	1,7	1,9	2,5
Nucli	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,2	2,4	2,3

## 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	01/26	02/26	03/26
<b>Saldo corrent</b>	3,4	8,4	3,0	3,5	4,6	8,4	2,2	...	...
Alemanya	5,9	18,5	5,5	6,7	9,5	18,5	4,5	...	...
França	0,1	-1,3	0,0	-0,3	-1,1	-1,3	-0,2	...	...
Itàlia	1,1	5,0	0,9	1,3	2,4	5,0	1,3	...	...
<b>Tipus de canvi efectiu nominal<sup>1</sup></b> (valor)	94,2	96,1	92,8	96,2	97,9	97,5	97,4	97,3	96,5

## 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	01/26	02/26	03/26
<b>Finançament del sector privat</b>									
Crèdit a les societats no financeres <sup>2</sup>	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	2,8	2,9	...
Crèdit a les llars <sup>2,3</sup>	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 <sup>4</sup> (%)	4,9	3,4	3,9	3,4	3,2	3,3	3,3	3,2	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge <sup>5</sup> (%)	4,6	3,7	4,0	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	...
<b>Dipòsits</b>									
Dipòsits a la vista	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,5	5,4	5,8	5,3	...
Altres dipòsits a curt termini	12,4	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,6	0,2	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	14,6	11,0	4,4	0,9	1,3	-1,3	...
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.

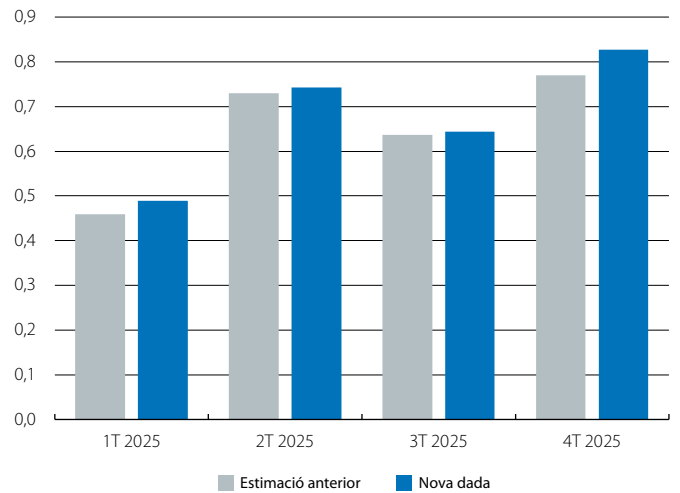
## L'economia espanyola resisteix

**La inestabilitat geopolítica complica l'escenari macroeconòmic.** El complex context internacional dels últims anys s'ha vist sacsejat de nou per la guerra al Pròxim Orient, que ha accentuat els riscos a la baixa del nostre escenari, sobretot per l'encariment de l'energia. Tot i que encara és aviat per avaluar-ne l'impacte sobre l'economia, atesa l'elevada incertesa sobre la seva durada i sobre el seu abast, afrontem la situació des d'un punt de partida relativament favorable: l'economia espanyola va mostrar una dinàmica molt robusta al final del 2025, la qual cosa ens va empènyer a revisar a l'alça la previsió de creixement del PIB per al 2026 fins al 2,4% al febrer, abans de l'esclat de la crisi. A més a més, els indicadors d'activitat del 1T s'han mantingut en cotes enèrgiques. A això se suma la reducció del dèficit públic i de l'endeutament extern en els últims anys, factors diferencials en relació amb crisis anteriors.

Des de CaixaBank Research, estimem que, si l'augment del cost de l'energia és temporal i moderat, d'acord amb el que han apuntat els futurs del petroli i del gas durant el mes de març, les previsions de creixement per a l'economia espanyola amb prou feines s'afeblirien unes dècimes. Així i tot, l'impacte no seria homogeni en tota l'economia, i els sectors més afectats serien la indústria intensiva en energia, el transport i l'agroalimentari. L'efecte seria menor que a la zona de l'euro, per la menor dependència espanyola dels fluxos energètics amb origen al Pròxim Orient (al voltant del 5% del petroli i menys del 2% del gas natural líquid que arriba a Espanya passa per l'estret d'Ormuz) i pel major pes de les renovables en el mix energètic. A més a més, per mitigar els efectes de la crisi, el Govern ha aprovat un paquet de mesures valorat en uns 5.000 milions d'euros, que inclou rebaixes fiscals sobre els combustibles, el gas i la producció elèctrica, així com ajudes directes als sectors i a les llars (vegeu el Focus [«La crisi a l'Iran: quant pot afectar l'economia espanyola»](#), en aquest mateix informe). En qualsevol cas, serà necessari seguir de prop l'evolució del conflicte, si la guerra es resol ràpidament o es prolonga en el temps i, sobretot, la gravetat dels danys patits en les infraestructures energètiques.

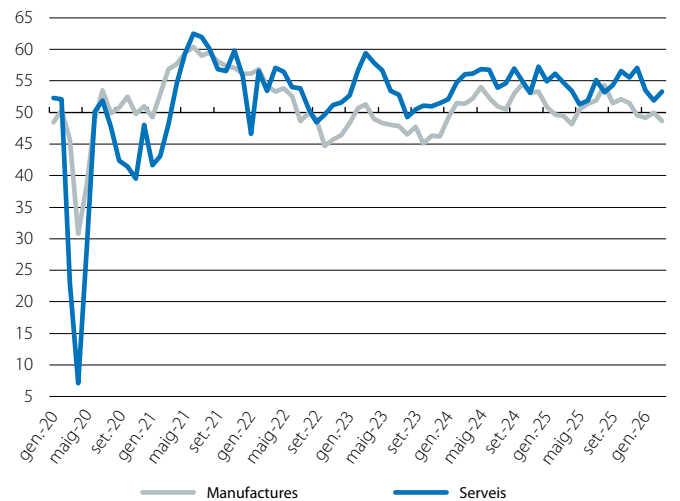
**Els indicadors d'activitat apunten a un creixement dinàmic en el 1T.** La meteorologia adversa i les disruptcions en el trànsit ferroviari van llastar l'activitat en l'arrencada de l'any, però els indicadors s'han anat reaccelerant i han tancat un trimestre dinàmic. Pel costat dels serveis, l'índex PMI va repuntar al març fins als 53,3 punts i va compensar una gran part de la caiguda experimentada al febrer: se situa 3,5 punts per sota del registre del trimestre anterior, però apunta a un creixement encara notable al sector (per damunt de 50 punts marca expansió). Per la seva banda, el PMI de manufactures es va reduir 1,8 punts en la mitjana del 1T en relació amb el 4T 2024, fins als 49,3 punts, i va anticipar una possible reculada del sector industrial, motivada per la incertesa creixent. Pel costat del consum, les vendes al detall sense les estacions de servei, en volum i desestacionalitzades, van caure al gener-febrer el 0,4% en relació amb la mitjana del 4T 2025, el primer descens des del 1T 2023. No obstant això, el [Monitor de Consum de CaixaBank Research](#), amb dades per al conjunt del trimestre, creix el 3,5% interanual, per sota del 4,6% del trimestre

### Espanya: PIB Variació intertrimestral (%)



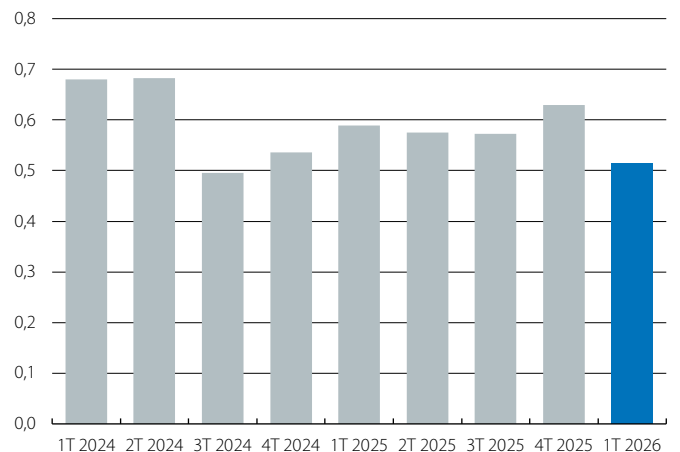
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

### Espanya: PMI Nivell



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

### Espanya: afiliats a la Seguretat Social Variació intertrimestral (%)



Nota: Sèrie desestacionalitzada.

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

anterior, tot i que el perfil mensual és molt revelador: al gener, va créixer un robust 4,0%; al febrer, es va desplomar fins a l'1,8%, en gran part pel comportament de la primera meitat del mes a causa del mal temps, i, al març, va repuntar fins al 4,7%. En conjunt, els indicadors disponibles suggereixen un creixement del PIB en el 1T al voltant del 0,4%-0,5% intertrimestral.

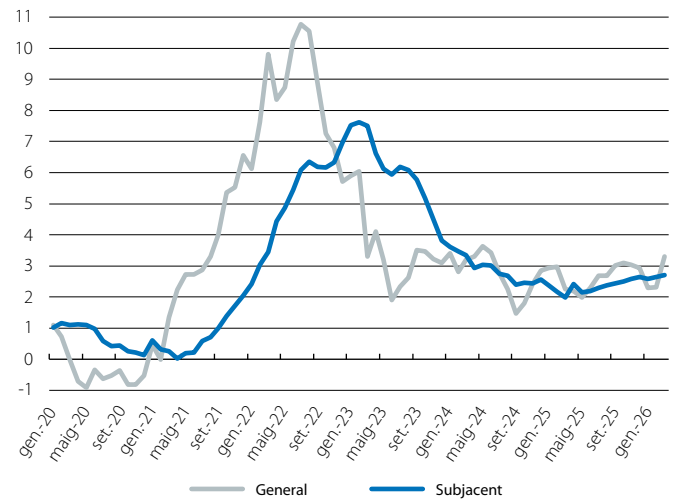
**La fortalesa de l'ocupació es manté al març.** Els afiliats a la Seguretat Social van augmentar al març en 211.511 persones (el 0,98% intermensual), una mica per damunt del que ha estat habitual en aquest mes en els últims anys (el 0,91% de mitjana el 2023-2025). D'aquesta manera, en el conjunt del 1T, l'afiliació en termes desestacionalitzats va desacelerar lleugerament el ritme de creixement en 0,1 p. p., fins a un avanç del 0,5% intertrimestral.

**On millor s'aprecia l'impacte del conflicte al Pròxim Orient i de les mesures del Govern és en el repunt de la inflació.** Segons l'indicador avançat de l'IPC, la inflació general es va situar, al març, en el 3,3%, 1 punt per damunt del mes anterior. No obstant això, el repunt hauria estat encara més elevat sense les mesures adoptades pel Govern i s'hauria acostat al 4,0%. La inflació subjacent, que exclou els preus de l'energia, es va mantenir en el 2,7%, però, si el conflicte s'allargués, i les pressions sobre els costos de l'energia es mantinguessin, també es podria veure afectada. El repunt del preu de l'energia introdueix riscos a l'alça en la nostra previsió d'inflació. L'escenari de previsions contempla una inflació del 2,4% per al conjunt de l'any, però es podria situar al voltant del 3% si els preus del petroli i del gas evolucionen d'acord amb el que han contemplat els mercats de futurs durant el mes de març, tot i que la treva anunciada recentment, si es consolida, podria moderar l'abast del repunt.

**La reducció del dèficit públic dels últims anys ajuda a afrontar el nou xoc.** El dèficit de les Administracions públiques es va situar en 40.330 milions d'euros el 2025 (el 2,4% del PIB), la qual cosa representa 8 dècimes menys que l'any anterior i el millor registre des del 2007. D'aquesta manera, el dèficit va millorar en 1 dècima l'objectiu marcat pel Govern. Si exclouem l'impacte pressupostari derivat de la DANA, que no computa en termes de les regles fiscals europees, el dèficit passa del 2,9% al 2,2%.

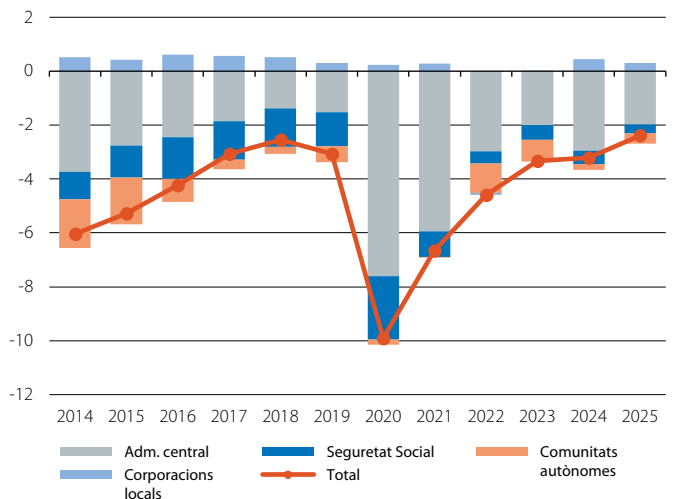
**L'endeutament extern es manté en cotes relativament baixes i és un altre factor diferencial en relació amb crisis anteriors.** El dèficit de la posició d'inversió internacional neta (PIIN, saldo dels actius i dels passius financers en relació amb la resta del món) va créixer 3,8 p. p. el 2025, fins al 44,8% del PIB, però es manté en un nivell reduït en relació amb anys anteriors (el -83,6% de mitjana el 2014-2019) i molt lluny del màxim històric del 2009 (el -97,2%). El deteriorament va ser conseqüència, exclusivament, d'un efecte de valoració negatiu, vinculat als preus i al tipus de canvi (la revaloració i l'apreciació de l'euro van impactar més en els passius que en els actius), mentre que les transaccions financeres netes van ser positives (l'actiu va augmentar més que el passiu). El deute extern brut (saldo dels passius que generen obligacions futures de pagament) va créixer lleugerament fins al 163,6% del PIB (el 162,9% el 2024), tot i que continua per sota del nivell del 2019 (el 168,6%).

**Espanya: IPC**  
Variació interanual (%)



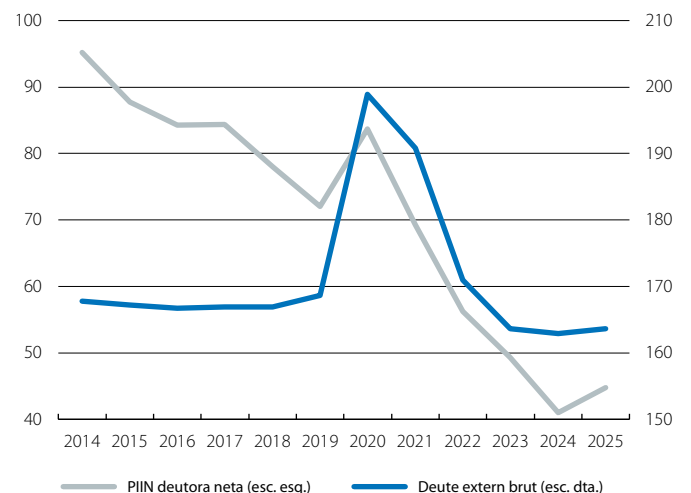
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

**Espanya: saldo de les Administracions públiques**  
(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda.

**Espanya: PIIN deutora i deute extern brut**  
(% sobre el PIB) (% sobre el PIB)



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

## La transmissió del cicle de tipus d'interès a les llars espanyoles: evidència micro d'un ajust moderat i d'una recuperació gradual

El canvi de cicle monetari iniciat el 2022 –amb un augment ràpid dels tipus d'interès per contenir el repunt de la inflació– i les posteriors baixades a partir de l'estiu del 2024 ofereixen una oportunitat única per analitzar amb precisió com les variacions dels tipus es traslladen a les finances de les llars i, en última instància, al consum. El context és ben conegut. A la primavera del 2022, l'euríbor a 12 mesos es va situar en terreny negatiu. No obstant això, les pujades de tipus del BCE, iniciades a l'estiu d'aquest any per frenar les pressions inflacionistes associades a l'encariment energètic pel conflicte a Ucraïna, van impulsar l'euríbor fins a assolir un màxim del 4,2% a la tardor del 2023. Amb posterioritat, a partir de l'estiu del 2024, quan la inflació es va estabilitzar en nivells una mica superiors al 2%, el BCE va iniciar un procés de relaxament monetari i, a l'avantsala de l'esclat de la guerra al Pròxim Orient, l'euríbor es va situar al voltant del 2,25% (de llavors ençà, ha mostrat volatilitat i s'ha situat per damunt del 2,5% al març). Aquestes pujades i baixades de l'euríbor tenen un impacte directe sobre les llars amb hipoteques a tipus variable, ja que la quota hipotecària s'actualitza –habitualment amb periodicitat anual– en funció del nivell d'aquesta taxa.

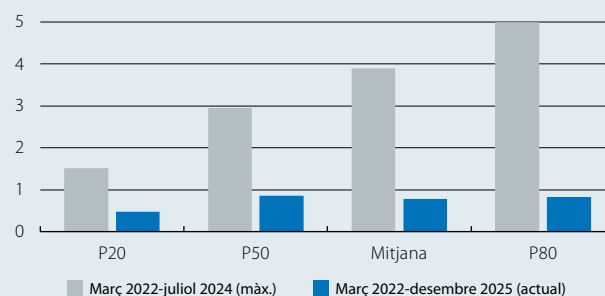
L'ús de dades internes i degudament anonimitzades de CaixaBank –que permeten seguir mes a mes l'evolució de les quotes hipotecàries, dels ingressos, del consum i de l'endeutament de centenars de milers de llars– ofereix una visió especialment rica i granular d'aquest procés de transmissió. En concret, l'anàlisi es basa en una mostra àmplia i representativa de llars del 2022 amb una única hipoteca:<sup>1</sup> el 67% tenen un préstec a tipus variable (incloses les hipoteques mixtes) i el 33%, a tipus fix. Aquestes proporcions són coherents amb la informació de l'Associació Hipotecària Espanyola, segons la qual les hipoteques a tipus fix representaven el 2023 el 32% del saldo hipotecari total.

El resultat és una fotografia dinàmica que mostra amb claredat com les llars amb hipoteques a tipus variable absorbeixen de forma progressiva l'impacte de l'encariment de les quotes durant les pujades de tipus i com, amb posterioritat, es beneficien de l'alleujament associat al relaxament de l'euríbor.

Comencem analitzant l'evolució de les principals mètriques hipotecàries. Al març del 2022, el tipus d'interès mitjà de les hipoteques a Espanya (en total, ja siguin a tipus fix o variable) era de l'1,5%, segons les dades del

1. Considerem que la mostra és representativa perquè inclou un volum ampli de clients amb hipoteca a tot el territori i perquè la quota d'hipoteques fixes/variables està molt alineada amb la registrada per l'AHE.

**Espanya: variació de la càrrega financera relativa de les llars amb hipoteca a tipus variable per decils de la càrrega financera (p. p.)**



**Notes:** La càrrega financera relativa correspon a la ràtio de la quota hipotecària en relació amb els ingressos mensualitzats de la llar dels sis últims mesos o DSTI, per les sigles en anglès de debt service-to-income ratio. Els percentils i la mitjana corresponen al nivell de càrrega financera relativa.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades internes anonimitzades.

Banc d'Espanya. Més de dos anys després, al juliol del 2024, el tipus havia augmentat fins al 3,7%. I, amb posterioritat, al desembre del 2025, un cop consolidat el procés de baixades, el tipus era del 2,8%. En paral·lel, les nostres dades internes mostren que el saldo pendent dels hipotecats a tipus variable en la nostra mostra es va reduir el 14% entre el març del 2022 i el juliol del 2024.

Per avaluar l'evolució de la càrrega financera de les llars, analitzem la ràtio de la quota hipotecària en relació amb els ingressos mensuals de la llar en els sis últims mesos o DSTI (per les sigles en anglès de *debt service-to-income ratio*). A la nostra mostra interna, la DSTI mitjana de les llars amb hipoteca a tipus variable va augmentar prop de 3 p. p. entre el març del 2022 i el juliol del 2024. No obstant això, aquest increment hauria estat significativament superior si no s'hagués produït el creixement dinàmic dels ingressos observat durant aquest període. De llavors ençà, entre l'estiu del 2024 i el final del 2025, la DSTI mitjana s'ha reduït en 2,1 punts i s'ha situat encara 0,9 punts per damunt del nivell previ a les pujades de tipus. Aquesta evolució reflecteix tant la millora dels ingressos com l'impacte del relaxament monetari.

Amb aquest context financer, i amb l'objectiu d'aïllar l'efecte dels tipus d'interès de la resta de factors que influeixen en el consum, realitzem una anàlisi economètrica (amb una tècnica anomenada «de diferències en diferències») que estima l'impacte causal de l'augment i del posterior descens dels tipus d'interès sobre el consum. El consum ve definit com la despesa realitzada per les llars amb targeta, mitjançant rebuts i també a través de reintegraments d'efectiu. L'estratègia compara l'evolució del consum de les llars amb hipoteca a tipus variable al llarg del període d'anàlisi amb la d'un grup de control format

per llars amb hipoteca a tipus fix. El resultat mostra el canvi del consum observat a cada moment de les llars amb hipoteca a tipus variable en relació amb la situació en què no se'ls hagués revisat la quota.<sup>2</sup> Abans de l'inici del cicle de pujades, els patrons de despesa de les llars amb hipoteques variables i fixes evolucionaven de forma gairebé paral·lela, la qual cosa reforça la validesa d'aquesta aproximació.

Els resultats mostren que, en el 1T 2024 –el moment de major impacte de la política monetària sobre el consum en la nostra anàlisi– el consum de les llars amb hipoteca a tipus variable va ser el 2,7% inferior al que haguessin tingut sense les pujades de l'euríbor, un efecte estadísticament significatiu, tot i que de magnitud relativament moderada. L'ajust del consum va ser gradual: sis mesos després de la primera revisió de la quota, el consum s'havia reduït l'1,2%; després de 12 mesos, la caiguda assolí el 2,1%, i, al cap de 18 mesos, se situava en el 2,5%.

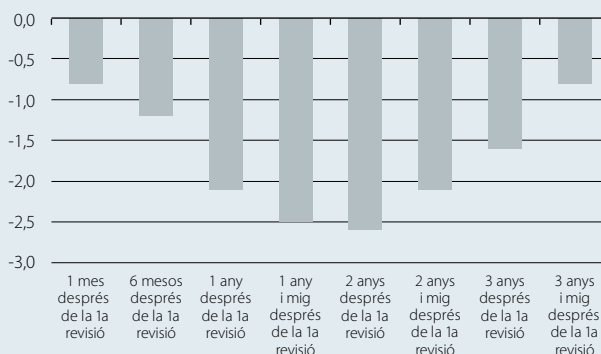
L'inici de les baixades de tipus a l'estiu del 2024 marca un punt d'inflexió. Després de diversos trimestres d'ajust, el relaxament de l'euríbor es va començar a reflectir en les quotes i, amb posterioritat, també en el consum. En el 4T 2025, la despesa de les llars amb hipoteca a tipus variable va augmentar l'1,8% en relació amb el consum anterior a les primeres baixades de tipus a conseqüència de la reducció de les quotes, un efecte també estadísticament significatiu. Una manera il·lustrativa d'interpretar la xifra és la següent: en el 4T 2025, la quota mitjana de les llars hipotecades a tipus variable es va reduir, aproximadament, en 40 euros per la via d'uns interessos més baixos en relació amb els anteriors a les primeres baixades de tipus. I el consum mitjà d'aquestes llars va augmentar uns 30 euros, de manera que van decidir consumir tres quartes parts de la totalitat de la reducció de la quota.

Malgrat que aquesta magnitud pot semblar modesta a nivell individual, el seu impacte agregat és rellevant. Atès que les llars amb hipoteca a tipus variable representen al voltant del 22% del consum privat agregat a Espanya, aquest repunt observat al llarg del 2025 va contribuir a augmentar al voltant de 0,4 p. p. el creixement agregat del consum. En termes de PIB, l'impacte equival, aproximadament, a 2 dècimes.

Finalment, després de l'augment i del posterior descens dels tipus, el consum d'aquestes llars, al desembre del 2025, se situava només l'1,0% per sota del que hauria estat en absència de variacions en els tipus d'interès. Aquest exercici constitueix, fins allà on sabem, la primera anàlisi per a Espanya que combina una mostra àmplia de micro-

2. L'anàlisi controla pels efectes fixos mensuals i per les característiques observables de la llar, com els ingressos, l'estalvi i les variables demogràfiques, i segueix la metodologia de Callaway i Sant'Anna (2021) per a tractaments escalonats en el temps. L'estratègia d'identificació explota el fet que les quotes es revisen en diferents moments en el temps (per a les hipoteques a tipus variable) o no canvien (per a les hipoteques a tipus fix).

### Espanya: impacte del cicle de tipus sobre el consum de les llars amb hipoteca a tipus variable (p. p.)



**Notes:** Estimacions obtingudes mitjançant un model «de diferències en diferències». Totes les variables estan mensualitzades i agregades a nivell de llar. El consum correspon al consum mensual mitjançant targeta i rebuts i inclou també els reintegraments.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades internes anonimitzades.

dades bancàries amb tècniques econòmiques avançades per estimar de manera causal la transmissió de la política monetària al consum de les llars. La DSTI permet mesurar el grau de tensió financera, l'evolució de les quotes i dels ingressos mostra com els canvis de tipus afecten els pressupostos familiars, i el consum revela la resposta final de les llars.

Els tipus d'interès no són una variable abstracta: condicionen de forma directa les decisions de despesa de milions de llars. Els resultats mostren que la política monetària de l'últim cicle ha influït de manera clara, tot i que amb una intensitat moderada, sobre el consum de les llars a Espanya i que les baixades de tipus han tingut un impacte tangible a l'hora d'impulsar la despesa de les llars amb hipoteques a tipus variable. A més a més, disposar d'aquesta mostra única i d'una metodologia econòmica tan potent ens permetrà, en el futur, analitzar l'impacte sobre el consum dels nous girs de la política monetària, com el que podria succeir amb el conflicte al Pròxim Orient.

*Eduard Alcobé, Javier Garcia-Arenas,  
Alberto Graziano i Josep Mestres*

## NGEU: l'execució va avançant, però arriba l'hora de la veritat

L'execució dels fons Next Generation (NGEU) a través del Pla de Recuperació, Transformació i Resiliència continua guanyant tracció, tot i que el temps s'acaba i la recta final obliga a redoblar esforços. No en va, el 31 d'agost, com a data límit, s'hauran d'haver assignat totes les inversions finançades amb subvencions i amb préstecs mitjançant la resolució de les convocatòries i les licitacions pertinents, i caldrà justificar davant la Comissió Europea el compliment de totes les fites. Així mateix, Espanya haurà de presentar les sol·licituds de pagament abans del 30 de setembre, i la Comissió tindrà com a data límit el 31 de desembre per efectuar els desemborsaments, ja que només disposarà fins llavors per certificar les inversions, és a dir, per acreditar que els diners s'han destinat als projectes compromesos.

### L'estat de la qüestió i un cronograma atapeït

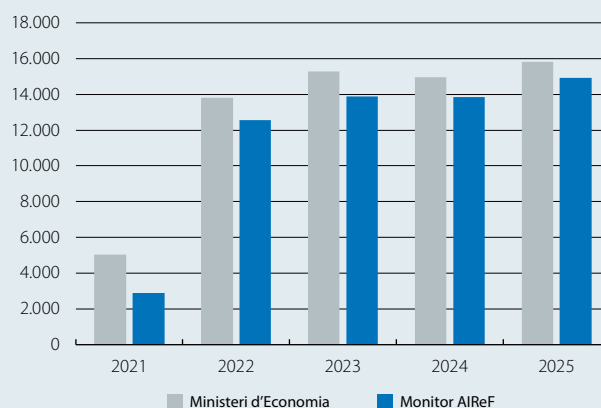
Espanya ha completat, segons les dades de l'Scoreboard del Mecanisme de Recuperació i Resiliència que elabora la Comissió Europea mateixa, el 54% de les fites previstes en el Pla, incloses les més estructurals –reforma laboral i de les pensions. No obstant això, encara queden 224 fites per complir, associades a 24.800 milions en transferències i a 6.500 milions en préstecs. Moltes d'aquestes fites exigeixen inversions complexes: el desplegament de les renovables, la digitalització de les pimes, les infraestructures de recàrrega per a vehicles elèctrics, la modernització de regadius, la rehabilitació energètica d'habitatges i les actuacions en gestió de l'aigua. Entre les fites pendents més desafiantes figuren la digitalització de les administracions regionals i locals i la part de la reforma fiscal compromesa relativa a l'augment de la tributació del dièsel.

Pel que fa a les transferències, Espanya ha rebut desemborsaments de la Comissió Europea per valor de 55.090 milions d'euros, sobre un total assignat de 79.800 milions. Així mateix, després de l'aprovació de l'Addenda per part de la Comissió Europea, Espanya va optar, al final del 2025, per no sol·licitar la pràctica totalitat dels préstecs de l'NGEU, de manera que, finalment, només recorrerà a 22.800 milions d'euros, en relació amb els 83.200 milions previstos inicialment. Aquesta decisió s'explica perquè el cost del finançament de l'NGEU era, al final de l'any passat, molt similar al del finançament als mercats. Dels 22.800 milions en préstecs, la Comissió Europea ja ha transferit, fins a la data, 16.270 milions.

Al començament de març, Espanya va presentar la sisena sol·licitud de pagament del Pla de Recuperació. L'import sol·licitat puja a 7.256 milions d'euros –6.205 milions en transferències i 1.051 milions en préstecs. Quan la Comissió validi aquesta sol·licitud, el percentatge de fites satis-

### Espanya: grau d'execució del PRTR

Total de subvencions NGEU (milions d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Portal de Seguiment ELISA del Ministeri d'Economia i del Monitor AIReF.

fet per Espanya passarà del 54% al 70%, la qual cosa la situaria entre els països europeus amb un major grau de compliment.<sup>1</sup>

L'impacte de l'NGEU sobre el creixement del PIB del 2026 s'estima entre 0,4 p. p. i 0,6 p. p. Aquest impuls procedeix de dos vectors diferenciats però complementaris. D'una banda, el 2026, s'hauran d'executar tots els fons pendents en subvencions: 15.000 milions, segons l'eina ELISA del Ministeri d'Economia, i més de 20.000, segons l'AIReF, tot i que 2.800 ja estan assignats al fons España Crece, que invertirà més enllà del 2026. La xifra encaixa amb el ritme d'execució dels anys anteriors, però el desafiament és concentrar tota aquesta activitat abans del 31 d'agost, termini límit fixat pel mecanisme europeu. De l'altra, s'espera un major dinamisme en els projectes finançats amb préstecs, després d'un 2025 en què el desplegament va ser encara incipient. Fins al novembre del 2025, s'havien aprovat operacions finançades amb aquests préstecs per un import d'uns 7.000 milions d'euros i existia, a més a més, un *pipeline* de projectes en fase d'identificació i d'avaluació per un import addicional pròxim als 5.000 milions.

En aquest context, el 2026 serà un any decisiu. Més enllà d'enguany, les inversions es continuaran desplegant sense un efecte penya-segat, secundades per la creació d'un fons sobirà anomenat España Crece, finançat amb 10.500 milions d'euros en préstecs Next Generation no utilitzats i amb 2.800 milions addicionals en transferències no reembossables, que eleven el capital inicial associat a aquesta iniciativa a 13.300 milions. El fons serà gestionat per l'ICO, que coinvertirà amb el sector privat

1. Entre els principals països europeus, Alemanya ha complert el 61% de les fites; Itàlia, el 64%; Polònia, el 45%; Portugal, el 60%, i França, el 83%.

en projectes estratègics per augmentar el creixement potencial.

Després d’haver revisat el cronograma, a la secció següent, analitzem com està avançant l’execució a la pràctica.

**Execució fins al 2025: més llums que ombres**

Entre el 2021 i el desembre del 2025, s’havien «executat» –és a dir, les diferents Administracions públiques havien resolt les convocatòries i les licitacions– 59.000 i 64.900 milions d’euros en subvencions de l’NGEU, segons el Monitor de l’AIReF i l’eina ELISA del Ministeri d’Economia, respectivament, la qual cosa equival a un percentatge entre el 74% i el 81% del total del programa (79.800 milions d’euros).<sup>2</sup> El 2025, el ritme d’execució anual va ser lleugerament superior al del 2024: el 2025, es van executar al voltant de 15.000 milions d’euros,<sup>3</sup> la qual cosa representa prop de 1.000 milions més que el 2024, un augment en què coincideixen les dues mètriques.

Si mirem l’última fase de l’execució, és a dir, els fons que han arribat al teixit productiu, les xifres són inferiors a les adjudicades en convocatòries i en licitacions, ja que transcorre un temps fins que es realitza el pagament i, a vegades, els beneficiaris han de presentar documentació addicional, la qual cosa en demora la recepció. Segons Eurostat, la despesa pública efectiva finançada pels fons europeus NGEU va ser de 31.000 milions entre el 2021 i el 2024. Així mateix, entre el 2021 i el novembre

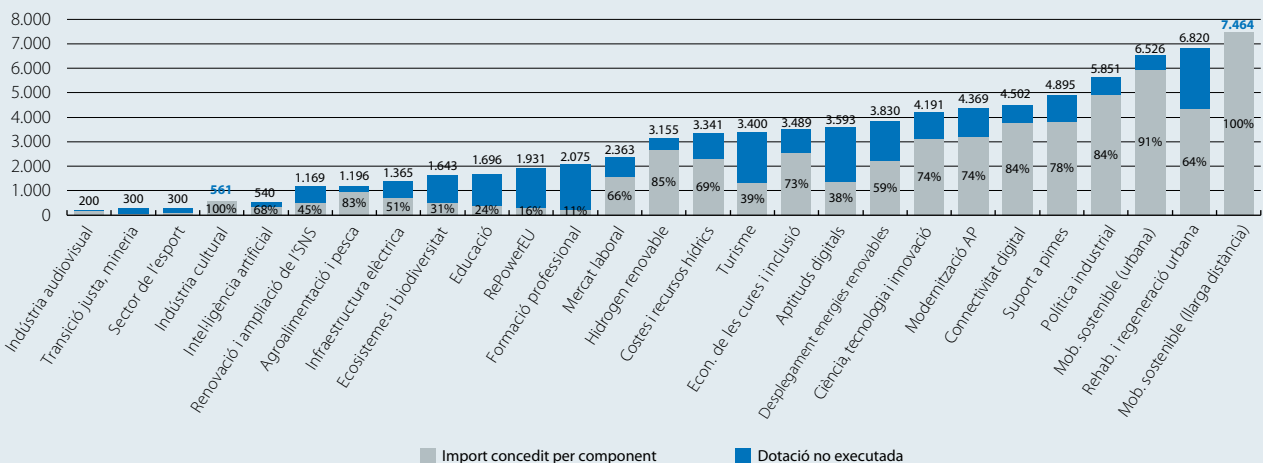
del 2025, l’Administració General de l’Estat va realitzar pagaments per valor de 46.000 milions d’euros, xifra que inclou les transferències a altres administracions i ens o empreses públics.

L’anàlisi per components fins al desembre del 2025 desenvolupat per l’AIReF mostra una fotografia heterogènia. El segon gràfic revela que les àrees amb un major grau d’execució relativa en relació amb la dotació total són mobilitat sostenible –tant urbana com de llarga distància– connectivitat digital i política industrial. En canvi, els retards més destacats es concentren en rehabilitació energètica i regeneració urbana (que inclou les rehabilitacions del parc residencial i la construcció i la rehabilitació de més de 20.000 habitatges de lloguer social), en energies renovables, en recursos hídrics, en formació professional i educació, en turisme i en ciència i tecnologies. Cal destacar que falten per executar gairebé 2.500 milions en rehabilitació i regeneració i prop de 2.000 milions d’euros en turisme, formació professional i aptituds digitals.

L’anàlisi regional mostra que les comunitats més poblades i amb un PIB més alt encapçalen el volum total de fons executats.<sup>4</sup> No obstant això, aquest avantatge es redueix en ajustar les dades per habitant. En termes per capita, destaquen regions amb menys població però amb grans projectes industrials, com l’Aragó, el dinamisme dels quals s’explica per inversions vinculades al PERTE del

**Espanya: dotació i percentatge concedit per components**

(Milions d’euros, només s’aplica a les subvencions, i %)



**Nota:** Dades fins al desembre.  
**Font:** Monitor AIReF.

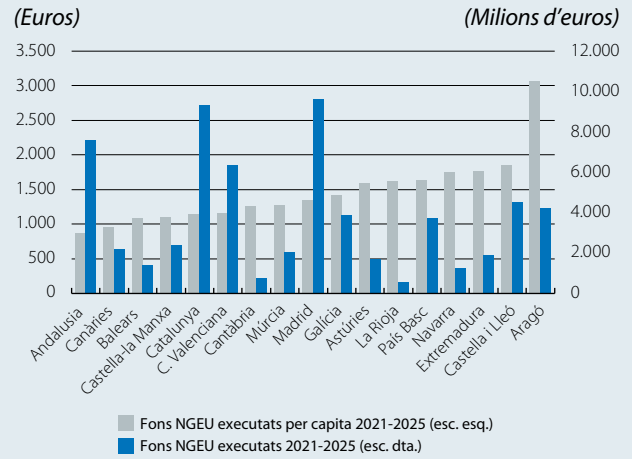
- És normal que els números no coincideixin completament. La diferència metodològica clau rau en el criteri de registre. ELISA considera que una convocatòria està «resolta» quan existeixen adjudicataris finals identificats, malgrat que no s’hagi produït encara la signatura de contractes ni, en alguns programes, una concessió individualitzada en sentit estricte. En canvi, l’Observatori de l’AIReF només incorpora els contractes quan han estat signats i les subvencions quan hi ha un acte formal de concessió amb el beneficiari i un import concret, de manera que el seu seguiment se situa en una fase posterior del procés administratiu.
- En concret, 15.800 milions segons ELISA i 14.900 segons l’AIReF.
- S’inclouen totes les convocatòries i licitacions a cada comunitat, ja siguin convocades per l’Administració central, per l’autonòmica o per la local.

vehicle elèctric –que inclou la planta de bateries, l’expansió d’Stellantis i altres projectes associats. Altres regions, com Astúries o La Rioja, també reflecteixen aquest patró, amb una elevada execució *per capita*.

El balanç, per tant, és relativament positiu, però no convé caure en la complaença: l’execució avança, l’impacte macro es consolida i les reformes més rellevants ja estan en marxa, però l’hora de la veritat és molt a la vora. La capacitat per mobilitzar, per prioritzar i per absorbir el gros de les inversions pendents determinarà si el Pla compleix plenament la seva promesa transformadora.

Javier Garcia-Arenas

**Espanya: fons NGEU per CA**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del portal ELISA del Ministeri d’Economia.

## Espanya davant el nou xoc energètic: una comparativa amb Europa

L'escalada recent del conflicte al golf Pèrsic, amb l'esclat de la guerra a l'Iran, ha tornat a situar l'energia al centre de l'agenda econòmica global. Malgrat que l'abast i la durada del conflicte continuen sent incerts, els mercats, especialment els de petroli i de gas natural, han reaccionat amb rapidesa. En aquest context, analitzem quina és la posició de l'economia espanyola davant aquest nou xoc energètic.

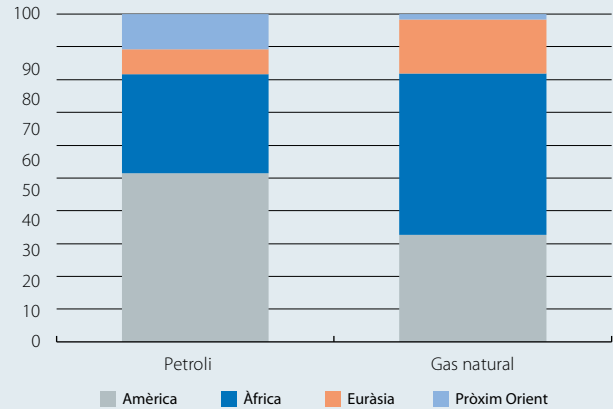
Des del punt de vista de l'aprovisionament, un dels principals punts forts d'Espanya és la seva baixa exposició directa al golf Pèrsic. Al voltant del 10% del petroli importat procedeix de la regió (principalment, de l'Àrabia Saudita i de l'Iraq), mentre que, en el cas del gas natural, aquest percentatge és inferior al 2%, amb l'origen principal a Qatar. Aquesta dependència limitada redueix el risc d'interrupcions físiques en el subministrament. No obstant això, el caràcter global d'aquests mercats implica que un augment sostingut de les tensions geopolítiques es trasllada als preus amb independència de l'origen de les importacions.

En comparació amb el conjunt de la UE, Espanya presenta una exposició una mica menor al golf Pèrsic, però una major dependència d'Algèria i de Nigèria en les importacions de petroli i de gas, així com dels EUA en les importacions de gas. El pes del gas d'origen algerià en les importacions és un avantatge comparatiu, ja que el seu transport es realitza, fonamentalment, per gasoducte. Aquest tipus de subministrament és menys susceptible de ser redirigit a altres mercats i, per tant, tendeix a ser més estable que el de gas natural liquat (GNL). Així mateix, aquesta menor capacitat de redireccionament, afegida a l'absència dels costos associats a la liquèfacció i a la regasificació, tendeix a traduir-se en un preu més reduït en relació amb el GNL.

Un altre factor estructural rellevant és la millora acumulada en l'eficiència energètica de l'economia espanyola. Des del començament del segle, la intensitat energètica, mesurada com la quantitat d'energia necessària per generar 1.000 euros de PIB a preus constants, s'ha reduït al voltant d'un terç. Aquest avanç contribueix a esmorteir l'impacte macroeconòmic d'un encariment de l'energia, ja que limita l'augment dels costos de producció i, en última instància, els preus finals. Al marge d'aquests elements favorables, el principal punt feble d'Espanya continua sent la seva elevada dependència energètica de l'exterior: el 70% de les necessitats energètiques s'han de cobrir amb importacions, una taxa que només és 5 p. p. inferior a la del començament del segle.

En termes d'intensitat energètica, Espanya se situa en nivells molt similars als de la mitjana europea. On sí que s'observen diferències significatives és en la dependència energètica total, que és major a Espanya que a la resta d'Europa. Com es pot observar al quart gràfic, Espanya cobreix les seves necessitats energètiques amb una major proporció de productes petrolers importats, mentre que, a la resta d'Europa,

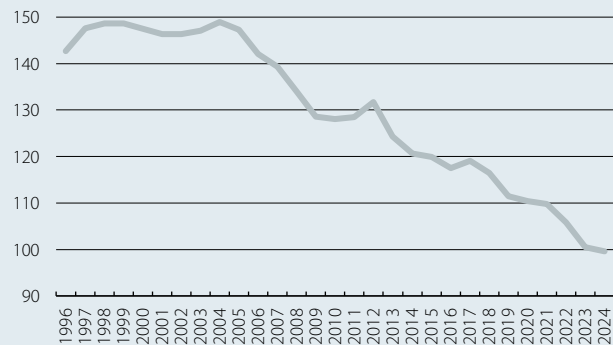
### Espanya: importacions de petroli i de gas natural (% sobre el total)



Notes: Dades del 2025. Percentatge sobre el total en volums.  
Font: CaixaBank, a partir de dades de CORES.

### Espanya: intensitat energètica

(Unitats d'energia per cada 1.000 euros de PIB a preus constants)

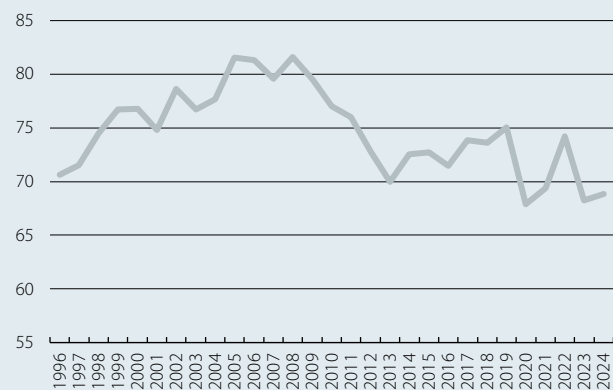


Notes: Energia mesurada en quilograms de petroli equivalent. El numerador correspon a l'energia bruta disponible (producció primària, recuperació i reciclatge, importacions netes i variació d'existències).

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

### Espanya: dependència energètica

Importacions d'energia neta sobre energia bruta disponible (%)



Nota: Energia bruta disponible inclou producció primària, recuperació i reciclatge, importacions netes i variació d'existències.

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

aquestes necessitats es cobreixen en grau més alt amb carbó, del qual hi ha importants reserves al continent, en especial a Alemanya i a Polònia.<sup>1</sup>

**El mercat elèctric: l'excepció ibèrica**

El mercat majorista de l'electricitat és un dels principals punts forts de l'economia espanyola en matèria energètica en relació amb la resta d'Europa. A diferència del petroli o del gas, el mercat elèctric europeu presenta un menor grau d'homogeneïtat, de manera que els xocs externs no es traslladen de la mateixa manera a tots els països.<sup>2</sup> Malgrat el tensionament energètic, el preu majorista de l'electricitat a la península va disminuir al març en termes interanuals, a diferència d'altres països europeus, i es va situar, a més a més, en nivells clarament inferiors als observats al nord d'Europa (vegeu el cinquè gràfic).<sup>3</sup>

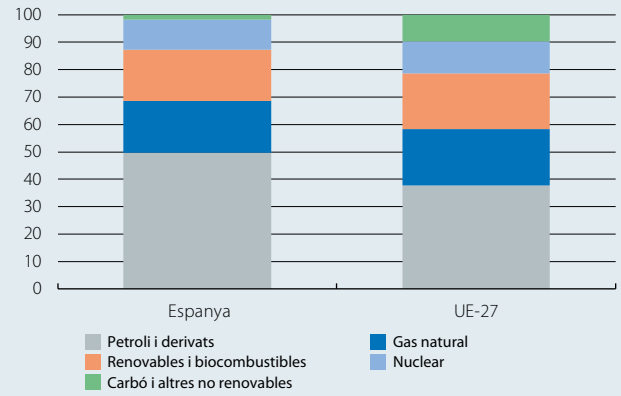
Aquest comportament respon, principalment, al major pes de les energies renovables en la generació d'electricitat a la península. El mercat elèctric europeu opera sota un sistema marginalista, en què la tecnologia necessària per cobrir l'última unitat de demanda és la que fixa el preu. La seva major presència en la nostra economia implica que hi ha més trams horaris del dia en què aquesta es converteix en l'energia marginal. Atès que les energies renovables tenen costos marginals molt baixos, en especial en comparació amb els cicles combinats de gas natural, això tendeix a reduir el preu.<sup>4</sup>

En conjunt, malgrat que la guerra a l'Iran introdueix un nou focus de tensió als mercats energètics internacionals, la limitada exposició directa al golf Pèrsic, els avanços en eficiència energètica i els avantatges al mercat elèctric posicionen l'economia espanyola en bones condicions per absorbir el xoc. No obstant això, l'elevada dependència energètica de l'exterior continua sent un focus de vulnerabilitat. Aquest balanç indica que, tot i que Espanya continua exposada a un xoc de preus, compta amb certs elements estructurals que podrien mitigar-ne l'impacte en comparació amb altres episodis recents.

*Zoel Martín Vilató*

1. Pot resultar sorprenent que el pes agregat de les energies renovables i dels biocombustibles en l'energia bruta disponible no sigui major a Espanya, atès el seu avantatge relatiu en la generació d'electricitat. Aquesta aparent discrepància s'explica perquè la generació elèctrica és només una part del sistema energètic total, mentre que altres usos, com el transport, continuen presentant una elevada dependència dels productes petrolers.
2. És important matisar que el preu final que els consumidors paguen per l'electricitat incorpora diversos costos fixos (peatges, càrrecs, impostos) que incrementen de manera significativa la factura, per la qual cosa el mercat elèctric espanyol representa principalment un avantatge comparatiu per a les empreses intensives en el consum d'electricitat. La CNMC estima que el pes d'aquests costos per als consumidors domèstics representa al voltant de dos terços de la factura, mentre que, per als consumidors industrials, representa menys de la meitat.
3. A causa de la forta estacionalitat del preu de l'electricitat, la comparativa intermensual no és informativa.
4. Així mateix, fins i tot quan els cicles combinats marquen el preu de l'electricitat, la posició relativament avantatjosa en el subministrament de gas limita l'augment dels costos en comparació amb altres països.

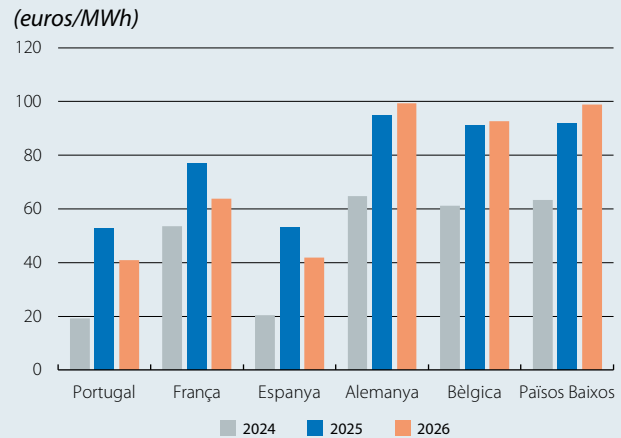
**Fonts d'energia**  
(% sobre l'energia bruta disponible)



**Notes:** Dades del 2024. Energia bruta disponible inclou producció primària, recuperació i reciclatge, importacions netes i variació d'existències.

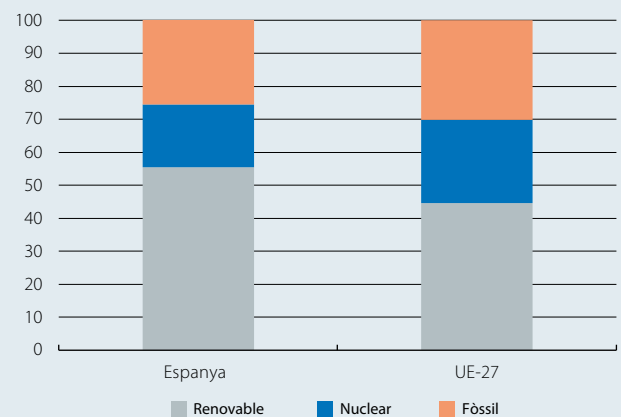
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Preus de l'electricitat al mercat majorista al març**



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'ESIOS-REE.

**Estructura de la generació d'electricitat**  
(%)



**Nota:** Dades mitjanes del 2025.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Red Eléctrica de España.

## La crisi a l'Iran: quant pot afectar l'economia espanyola

La guerra al Pròxim Orient podria generar un nou xoc econòmic a nivell global que també afectaria l'economia espanyola. En aquest article, analitzem els tres principals canals a través dels quals podria impactar: el primer és la inflació, a través de l'encariment de l'energia i d'altres productes que provenen del golf Pèrsic i de l'augment dels costos del transport marítim; el segon és la demanda externa, si el conflicte frena el creixement dels nostres socis comercials, i el tercer és el canal financer, en cas que augmentin els tipus d'interès i s'endureixin les condicions financeres. A aquests tres factors s'afegeix l'efecte de la política fiscal, sobre la qual el Govern ja va anunciar una primera bateria de mesures el passat 20 de març per esmorteir l'impacte del xoc.

### Inflació: el principal canal d'impacte a curt termini

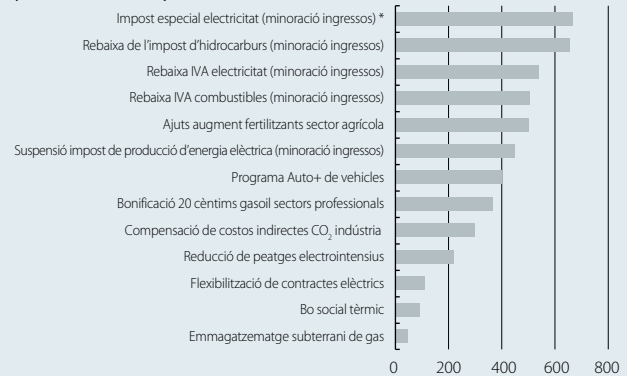
El canal inflacionista combina efectes directes i indirectes. Els directes són els més visibles i els primers que apareixen: un repunt del preu del petroli es trasllada amb rapidesa als carburants, mentre que un encariment del gas es reflecteix tant en el preu del gas natural com en la factura elèctrica, atès el seu paper clau en la generació d'electricitat.

Els efectes indirectes són més graduals, però també potencialment rellevants. L'energia forma part dels *inputs* utilitzats en múltiples processos productius, de manera que el seu encariment, si persisteix en el temps, es trasllada, si més no en part, a la resta de productes. L'experiència del 2022 i d'altres episodis històrics d'augment del preu de l'energia suggereix que aquest trasllat es comença a manifestar al voltant de nou mesos després del xoc inicial. A això se suma el possible encariment d'altres *inputs* estratègics, com els fertilitzants, un component clau per al sector agrícola i en l'exportació del qual el Pròxim Orient juga un paper rellevant.

La magnitud de l'impacte final dependrà de la intensitat i de la durada del xoc energètic, així com de la resposta de la política fiscal. Les nostres estimacions suggereixen que un augment del 10% del Brent en euros incrementa en 0,2 p. p. la inflació general, mentre que un augment del 10% del gas té un efecte més contingut, al voltant de 0,05 p. p. En un escenari amb un preu mitjà del petroli el 2026 pròxim als 85 dòlars el barril i amb un preu del gas al voltant dels 55 euros, xifres coherents amb les dades de futurs dels mercats durant el mes de març, l'impacte conjunt podria afegir fins a 1 p. p. a la nostra previsió d'inflació per a enguany, situada actualment en el 2,4%. El paquet de mesures fiscals anunciat pel Govern actuaria d'esmoreïdor. Suposant que les mesures es mantinguin vigents fins al juny –condició que, segons la llei aprovada, depèn del fet que la inflació dels carburants i de l'electricitat superi el 15% a l'abril–, estimem que podrien reduir l'impacte del xoc en 0,4 p. p. i situar la inflació mitjana del 2026 al voltant del 3%. La treva en les hostilitats anunciada recentment, si es consolida, ajudaria a limitar el repunt de la inflació, tot i que també podria implicar que les mesures de suport fiscal finalitzin anticipadament.

### Espanya: principals partides del Pla de Resposta a la Crisi

(Milions d'euros)



**Nota:** \* Estimacions realitzades a partir de les polítiques similars del 2022-2023 després del xoc energètic per la guerra a Ucraïna.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del BOE i del Ministeri d'Hisenda.

### Demanda externa: exposició directa limitada, risc indirecte, de moment, contingut

L'exposició directa d'Espanya als països del golf Pèrsic és limitada.<sup>1</sup> Les exportacions de béns i de serveis a tota la zona amb prou feines van representar el 2,0% de les nostres exportacions, la qual cosa equival al 0,7% del PIB el 2025.

Per valorar quin percentatge d'aquesta exposició pot estar en risc, podem prendre com a referència l'any 2022. La guerra entre Rússia i Ucraïna va reduir a la meitat les exportacions de béns espanyoles als dos països. Una caiguda del 50% de les exportacions de béns a la regió, descomptant el contingut importador, representaria uns 0,15 p. p. menys de creixement del PIB. No obstant això, aquest llinar sembla conservador, ateses la severitat del conflicte entre Rússia i Ucraïna i la imposició de sancions de la UE a Rússia.

Un altre focus de risc prové del deteriorament de l'entorn internacional. A tall d'exemple, estimem que un alentiment d'1 p. p. en el creixement dels nostres mercats d'exportació restaria al voltant de 0,2 p. p. al creixement del PIB. Ara com ara, no es preveu un alentiment tan marcat, i, per exemple, el BCE va retallar recentment en 0,3 p. p. el creixement de les importacions de la zona de l'euro –el nostre principal soci comercial– a conseqüència del conflicte a l'Iran, una revisió que tindria un efecte reduït sobre la nostra economia.<sup>2</sup> En tot cas, la rellevància d'aquest canal dependrà de com evolucioni el conflicte.

### Incertesa i condicions financeres

Quan augmenta la incertesa, les llars i les empreses tendeixen a ajornar les decisions de despesa: les llars retarden la

1. Liban, Síria, l'Iraq, l'Iran, Israel, Cisjordània/Gaza, Jordània, l'Aràbia Saudita, Kuwait, Bahrain, Qatar, EAU, Oman i Iemen.

2. Les previsions del BCE es van realitzar sota un supòsit del preu del Brent de 81,3 dòlars/barril i del preu del gas de 46,4 euros/MWh per al conjunt del 2026, el 30% i el 47% més, respectivament, en relació amb les previsions anteriors.

compra de béns duradors, mentre que les empreses ajornen les inversions fins a comptar amb una major visibilitat.

Un augment d'una desviació estàndard durant un trimestre de l'índex d'incertesa econòmica del Banc d'Espanya s'associa a una pèrdua de creixement del PIB propera a 0,2 p. p. en el mateix any.<sup>3</sup> Ara com ara, tot i que al març s'ha vist un repunt notable de l'índex, ha estat insuficient per impactar de manera substancial sobre el conjunt del 1T. Si el conflicte s'acaba canalitzant de manera relativament ràpida, l'impacte d'aquest canal hauria de ser limitat.

D'altra banda, els mercats anticipen entre dues i tres pujades de tipus del BCE durant el 2026. Un increment de 100 p. b. se sol associar a una pèrdua acumulada propera a 0,4 punts de PIB en un període de dos anys, amb la major part de l'impacte concentrat en el segon. Això significa que, si l'enduriment monetari s'acaba materialitzant, el seu efecte es notaria més el 2027 que el 2026.

### Política fiscal: una palanca esmorteïdora

El passat 20 de març, el Govern va presentar un pla de xoc per mitigar l'encariment de l'energia derivat de l'escalada geopolítica al Pròxim Orient. Les mesures van entrar en vigor el 22 de març i van ser convalidades amb posterioritat al Congrés dels Diputats.

El Govern estima que el paquet tindrà un cost pròxim a 5.000 milions d'euros –0,3 p. p. del PIB– si es manté vigent fins al 30 de juny. El cost final dependrà tant de la durada de la crisi com de l'evolució dels preus energètics, de la recaptació addicional associada i de l'ajust de la demanda. S'estima que al voltant del 60% del cost total –uns 3.000 milions d'euros– prové de la reducció dels ingressos tributaris sobre l'energia. En tractar-se de mesures temporals, haurien de tenir un impacte puntual sobre el dèficit.

Pel que fa a les principals mesures, el decret articula una àmplia bateria de rebaixes fiscals i d'ajudes sobre electricitat, carburants i altres combustibles. En carburants, l'IVA baixa del 21% al 10%, i l'impost especial d'hidrocarburs es redueix al mínim permès per la UE.<sup>4</sup> Es reforça la supervisió de la CNMC, encarregada de vigilar els preus i els marges per evitar que els ajuts públics s'acabin convertint en uns beneficis més elevats.

En l'àmbit de l'electricitat, l'IVA també es redueix al 10%, i l'impost especial de l'electricitat es fixa en el 0,5%, en lloc del 5,11%. A més a més, se suspèn l'impost a la producció elèctrica (IVPEE).<sup>5</sup>

Quant a les mesures sectorials, destaquen, principalment, la subvenció de 20 cèntims per litre de gasoil professional per

3. Vegeu el Focus «De què parlem quan parlem d'incertesa?», a l'IM11/2025.

4. L'impost sobre Hidrocarburs a Espanya se situa, aproximadament, en 38 cèntims per litre per al gasoil i en 47 cèntims per litre per a la benzina 95. D'acord amb la Directiva 2003/96/CE, aquest impost només es podria reduir fins als mínims harmonitzats de la UE, fixats en 33 cèntims per litre per al gasoil i en 35,9 cèntims per litre per a la benzina.

5. Tribut directe que grava la producció de l'electricitat i la seva incorporació al sistema elèctric.

### Espanya: escenaris il·lustratius de l'impacte sobre el PIB

	Escenari 1		Escenari 2	
	Descripció	Impacte	Descripció	Impacte
Inflació ( <i>ex ante</i> mesures fiscals)	+0,8 p. p.	-0,3	+2,0 p. p.	-0,8
Mercats d'exportació	Caiguda de 0,3 p. p. i del -10% exportacions de béns a la regió *	-0,1	Caiguda d'1,5 p. p. i del -50% exportacions de béns a la regió *	-0,6
Incertesa	Negligible	0,0	+1,5 desv. estàndard durant 1 trimestre	-0,4
Política monetària (tipus depò)	+25 p. b.	0,0	+100 p. b.	-0,1
Política fiscal	Les mesures es retiren anticipadament **	0,2	Les mesures s'allarguen fins al final de l'any	0,9
Impacte sobre el PIB del 2026		-0,2		-0,9

Notes: \* Vegeu la nota 1 a peu de pàgina. \*\* Les mesures decauen al començament de juny, en lloc del 30 de juny.

Font: CaixaBank Research.

als sectors agrari i del transport, extensiva també als autònoms i als operadors sense dret a devolució de l'impost, juntament amb una ajuda extraordinària de 500 milions d'euros per compensar l'encariment dels fertilitzants per als agricultors i amb bonificacions de peatges per a la indústria electrointensiva.

El pla alleuja de manera immediata la factura energètica de les llars, permet contrarestar parcialment l'impacte macro negatiu de la guerra i té l'avantatge que es pot aplicar amb rapidesa. No obstant això, si fos necessari prolongar les mesures més enllà del juny, sembla que seria convenient focalitzar-les una mica més en els col·lectius i en els sectors vulnerables per guanyar efectivitat i limitar el cost fiscal.<sup>6</sup>

### Impacte sobre l'activitat: dos escenaris il·lustratius

Oferim a la taula dos escenaris il·lustratius, que no s'han d'interpretar com una previsió puntual, sinó com una manera d'ordenar els riscos i d'aproximar-ne el possible impacte macroeconòmic.

Un primer escenari, més benigne, seria compatible amb un conflicte que es resol de manera relativament ràpida i amb danys escassos i reversibles sobre la infraestructura energètica. Un segon escenari, més advers, contemplaria un conflicte de diversos mesos, amb danys rellevants sobre la infraestructura energètica i amb una prolongació de les mesures de suport fiscal.

Sota aquests supòsits, l'impacte sobre el creixement anual del PIB es podria situar en una forquilla entre 2 dècimes i menys d'1 p. p. (la nostra previsió abans de la guerra era del 2,4%). És una banda àmplia, però precisament aquesta amplitud reflecteix la magnitud de la incertesa que presenta la conjuntura actual.

Oriol Carreras, Javier Garcia-Arenas i Zoel Martín

6. Vegeu Miralles, E. G. (2023), «Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización», Boletín Económico (2023/T1).

**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	01/26	02/26	03/26
<b>Indústria</b>									
Índex de producció industrial	0,4	1,3	-0,6	1,5	2,5	1,7	0,3	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-4,8	-4,8	-5,1	-5,3	-5,0	-3,9	-2,6	-2,4	-4,3
PMI de manufactures (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	49,2	50,0	48,7
<b>Construcció</b>									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	16,7	8,8	20,1	14,8	7,9	8,8	10,6	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	9,7	11,5	17,0	22,9	18,7	11,5	10,0	...	...
Preu de l'habitatge	8,4	12,7	12,2	12,7	12,8	12,9	...	...	...
<b>Serveis</b>									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	10,1	3,2	8,1	6,3	4,3	3,2	3,0	2,7	...
PMI de serveis (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	53,5	51,9	53,3
<b>Consum</b>									
Vendes comerç al detall <sup>1</sup>	1,7	4,3	3,5	5,1	4,4	4,1	3,8	2,2	...
Matriculacions d'automòbils	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	1,1	7,5	11,7
Indicador de sentiment econòmic (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,8	104,4	106,0	106,1	103,7
<b>Mercat de treball</b>									
Població ocupada <sup>2</sup>	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 <sup>3</sup>	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4	2,3	2,2	2,5
<b>PIB</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	...	...	...

**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	01/26	02/26	03/26
General	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	2,3	2,3	3,3
Subjacent	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,7	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	01/26	02/26	03/26
<b>Comerç de béns</b>									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,2	0,7	3,3	2,0	0,8	0,7	0,6	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,1	4,6	4,2	4,1	4,6	4,6	3,3	...	...
<b>Saldo corrent</b>	<b>50,7</b>	<b>49,4</b>	<b>47,7</b>	<b>48,5</b>	<b>48,2</b>	<b>49,4</b>	<b>49,1</b>	...	...
Béns i serveis	66,3	64,5	63,7	64,0	62,5	64,5	66,7	...	...
Rendes primàries i secundàries	-15,7	-15,1	-16,0	-15,5	-14,3	-15,1	-17,7	...	...
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>68,7</b>	<b>66,6</b>	<b>66,5</b>	<b>67,5</b>	<b>66,6</b>	<b>66,6</b>	<b>66,2</b>	...	...

**Crèdit i dipòsits dels sectors no financers<sup>4</sup>**

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	01/26	02/26	03/26
<b>Dipòsits</b>									
Dipòsits de llars i empreses	5,1	4,8	4,6	3,9	4,9	4,8	5,1	5,5	...
A la vista i preavis	2,0	6,7	3,1	5,0	7,2	6,7	7,2	7,2	...
A termini i cessions temporals (repo)	23,5	-4,7	12,6	-1,5	-6,6	-4,7	-4,9	-2,8	...
Dipòsits d'AP <sup>5</sup>	23,1	4,9	24,4	25,5	7,2	4,9	5,3	3,8	...
<b>TOTAL</b>	<b>6,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	...
<b>Saldo viu de crèdit</b>									
Sector privat	0,7	3,5	1,7	2,6	2,8	3,5	3,4	3,7	...
Empreses no financeres	0,4	2,9	1,6	2,5	2,3	2,9	2,6	2,9	...
Llars - habitatges	0,3	3,5	1,4	2,3	2,9	3,5	3,7	3,8	...
Llars - altres finalitats	2,3	-276,1	3,1	-261,4	-278,2	-276,1	4,7	5,1	...
Administracions públiques	-2,6	10,7	-0,3	5,3	12,9	10,7	6,6	5,6	...
<b>TOTAL</b>	<b>0,5</b>	<b>3,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	...
<b>Taxa de morositat (%)<sup>6</sup></b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	...	...

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

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

## Portugal: primers senyals de l'impacte del conflicte al Pròxim Orient

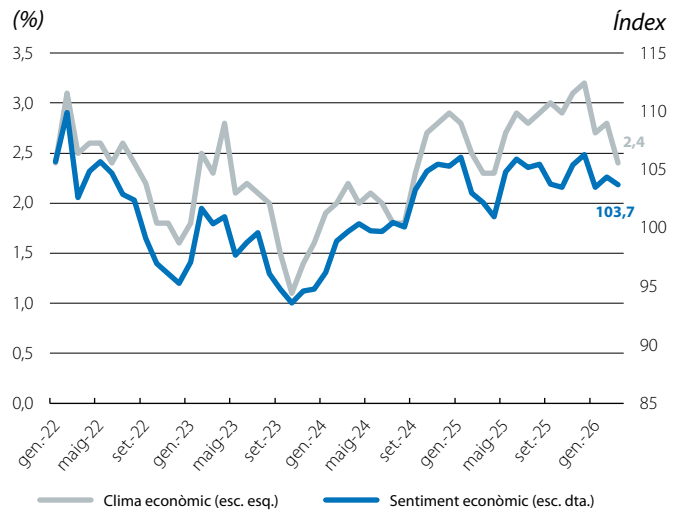
**Un primer trimestre turbulent.** El sentiment de les llars va recular al març, amb un deteriorament significatiu de la percepció sobre la situació financera mateixa i sobre la situació econòmica del país en els 12 propers mesos. D'altra banda, l'indicador de clima econòmic va recular al 2,4% al març (en relació amb el 2,8% del febrer), amb un empitjorament notable del component de preus, a causa de la percepció que el conflicte al Pròxim Orient provocarà noves tensions inflacionistes. Per la seva banda, l'indicador de sentiment de la Comissió Europea es va mantenir per damunt del llindar de referència dels 100 punts (103,7 al març vs. 104,4 al febrer). Això sí, els esdeveniments del començament del 2026 –les tempestes i la guerra a l'Iran– introdueixen riscos a la baixa per al nostre escenari de creixement. Recentment, el Banc de Portugal ha revisat el seu escenari macroeconòmic, ha retallat en 5 dècimes la previsió de creixement per al 2026, fins a l'1,8%, i ha mantingut un biaix a la baixa.

**La guerra a l'Iran acosta la inflació al 3% al març.** L'IPC de l'energia es va disparar fins al 5,8% en termes interanuals. Així mateix, el component de l'energia, que havia estat negatiu durant els mesos anteriors, va contribuir en més del 50% a l'augment de la inflació general, que va pujar fins al 2,7% (vs. el 2,1% del febrer). Per la seva banda, la inflació subjacent es va mantenir continguda i es va situar en el 2,0% (vs. l'1,9% del febrer). L'evolució de l'entorn geopolític en els propers mesos determinarà si l'augment de l'IPC s'acaba tornant més persistent.

**Els preus de l'habitatge van créixer com mai el 2025.** L'índex de preus de l'habitatge va registrar una variació interanual del 18,9% en el 4T 2025, la qual cosa implica un creixement mitjà dels preus de l'habitatge el 2025 del 17,6%, un rècord en la sèrie de l'INE, mentre que el nombre de transaccions es va aproximar a les 170.000. Les dades de taxació bancària disponibles fins al febrer assenyalen que el mercat de l'habitatge continua dinàmic, tot i que la prolongació del conflicte al Pròxim Orient, i, en particular, els seus efectes sobre la confiança i sobre la renda disponible de les llars, podria atenuar aquesta escalada.

**El sorprenent excedent pressupostari del 2025 es veu enfosquit pels desafiaments del 2026.** El saldo pressupostari es va situar en el 0,7% del PIB el 2025 (vs. el 0,6% del 2024). Tal com ho apuntaven les dades mensuals, el creixement dels ingressos va superar el de la despesa (el 6,7% i el 6,6%, respectivament), amb el suport, en gran part, dels ingressos fiscals i de les cotitzacions socials. L'import recaptat per les dues partides va superar l'última estimació del Govern (recollida als Pressupostos Generals de l'Estat del 2026), una dinàmica que no es pot desvincular de la solidesa del mercat laboral. Per la seva banda, l'augment de la despesa s'explica gairebé en dos terços pel comportament de les despeses de personal i de les prestacions socials, mentre que la inversió i la resta de la despesa corrent, malgrat haver augmentat, es van situar considerablement per sota del que s'havia estimat. Malgrat la sorpresa positiva del 2025, l'inici del 2026 ha portat nous reptes fiscals.

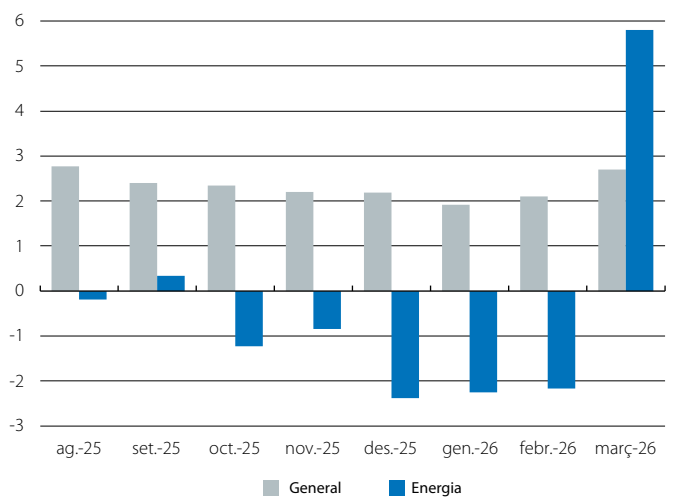
### Portugal: indicadors de clima i de sentiment econòmic



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal i de la Comissió Europea.

### Portugal: IPC

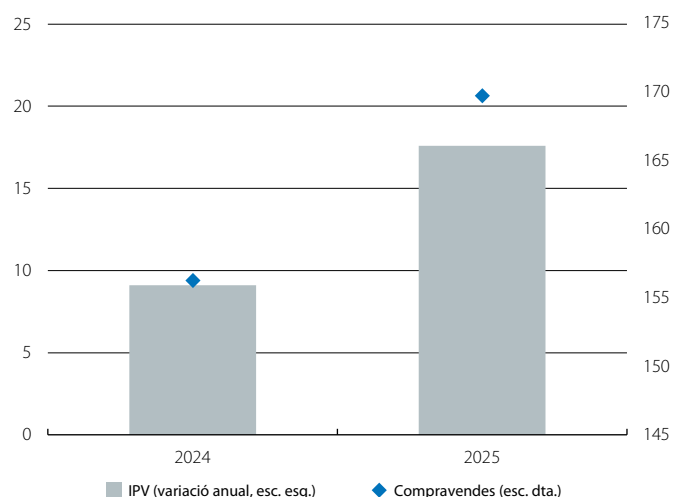
Variació interanual (%)



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

### Portugal: preus de l'habitatge i compravendes

(%) Milers de transaccions



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

**Indicadors d'activitat i ocupació**

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
Índex coincident d'activitat	2,0	2,0	1,8	2,0	2,2	...	2,1	2,1	...
<b>Indústria</b>									
Índex de producció industrial	0,8	0,5	1,2	2,8	0,3	...	0,4	-4,4	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,2	-4,0	-4,8	-3,4	-2,8	-2,0	-1,4	-2,1	-2,4
<b>Construcció</b>									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,5	20,6	20,1	8,9	16,0	...	-16,9	...	...
Compravenda d'habitatges	14,5	15,5	15,5	3,8	-4,7	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m <sup>2</sup> - taxació)	8,5	17,4	17,4	18,2	18,4	...	18,7	17,2	...
<b>Serveis</b>									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	6,3	1,9	4,1	2,6	1,9	...	1,6	1,7	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	5,6	10,1	6,6	12,9	8,4	4,9	4,7	5,0	5,0
<b>Consum</b>									
Vendes comerç al detall	3,3	4,8	4,8	5,4	4,4	...	4,4	4,9	...
Indicador coincident del consum privat	2,8	3,4	3,5	3,1	3,1	...	3,2	3,1	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-18,0	-16,2	-17,9	-16,2	-15,2	-16,2	-14,7	-15,3	-18,7
<b>Mercat de treball</b>									
Població ocupada	1,2	3,2	2,9	3,7	3,7	...	2,6	2,0	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,4	6,0	5,9	5,8	5,8	...	5,6	5,8	...
<b>PIB</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	...	-	-	-

**Preus**

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
General	2,4	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	1,9	2,1	2,7
Subjacent	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1	1,9	1,8	1,9	2,0

**Sector exterior**

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
<b>Comerç de béns</b>									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	0,6	4,2	2,0	0,6	...	-1,6	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	4,0	7,0	6,7	4,0	...	3,1	...	...
<b>Saldo corrent</b>	<b>6,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	...	<b>3,4</b>	...	...
Béns i serveis	6,4	3,7	4,0	3,5	3,7	...	3,3	...	...
Rendes primàries i secundàries	0,1	0,1	-0,5	-0,5	0,1	...	0,0	...	...
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>9,6</b>	<b>8,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>8,3</b>	...	<b>7,8</b>	...	...

**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	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
<b>Dipòsits<sup>1</sup></b>									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	5,4	5,4	6,3	5,4	...	5,0	5,1	...
A la vista i estalvi	-0,3	8,1	5,1	8,6	8,1	...	7,5	8,0	...
A termini i preavis	15,3	3,1	5,8	4,3	3,1	...	2,8	2,6	...
Dipòsits d'AP	26,7	28,7	39,6	-0,5	28,7	...	25,3	29,2	...
<b>TOTAL</b>	<b>7,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	...	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	...
<b>Saldo viu de crèdit<sup>1</sup></b>									
Sector privat	1,9	6,6	4,9	5,8	6,6	...	6,7	6,8	...
Empreses no financeres	-1,0	2,6	2,0	2,2	2,6	...	2,3	2,7	...
Llars - habitatges	3,0	9,3	6,4	8,0	9,3	...	9,6	9,6	...
Llars - altres finalitats	5,4	7,0	6,6	6,9	7,0	...	7,1	7,2	...
Administracions públiques	0,6	6,4	3,8	4,8	6,4	...	5,2	4,9	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,9</b>	<b>6,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	...	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	...
<b>Taxa de morositat (%)<sup>2</sup></b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	...	-	-	-

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.

## Coneix les nostres publicacions:



### 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 Immobiliari 1S 2026

Aquesta nova edició de l'Informe Sectorial Immobiliari (1S 2026) analitza les dinàmiques recents i les perspectives del sector a Espanya, destacant els principals reptes que marcaran l'evolució del mercat i la pressió sobre els preus els propers anys: el deteriorament de l'accessibilitat, l'escassetat d'habitatge disponible i els desequilibris territorials. També s'examina amb profunditat l'esforç del lloguer entre els espanyols, mitjançant l'anàlisi de dades internes d'alta freqüència.



### 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.

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](http://www.caixabankresearch.com)

Et recomanem:

# Economia en temps real

Segueix l'evolució de l'economia espanyola a través dels nostres indicadors en temps real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Segueix-nos a:



[www.caixabankresearch.com](http://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](http://www.cegeglobal.com)

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

