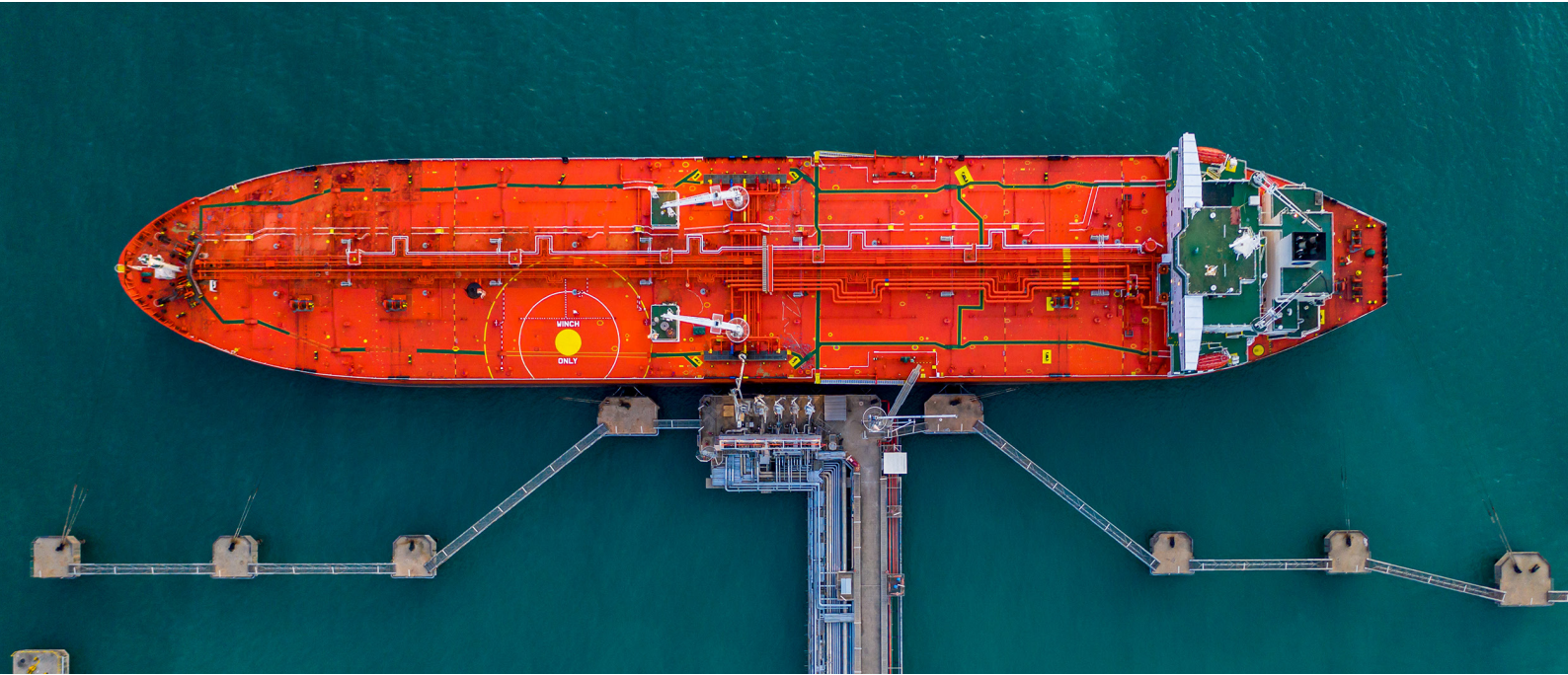


IM06

INFORME MENSUAL
NÚMERO 512 | JUNY 2026



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

Les condicions financeres rere l'escenari econòmic el 2026

Els nous (des)equilibris del mercat del petroli

ECONOMIA INTERNACIONAL

Perspectives per a l'economia internacional

Benestar de les llars europees: més dependència pública enfront d'una inflació més elevada

ECONOMIA ESPANYOLA

Enquesta Financera de les Famílies: Espanya no és país per a joves? (part 2, dos anys després)

Els comptes públics sota els raigs X: la reducció del dèficit enguany serà limitada i emergeixen importants desafiaments a mitjà termini

Quines exposicions tenen els sectors d'activitat de l'economia espanyola al xoc de la guerra a l'Iran?

Escenari macroeconòmic per a Espanya: resiliència en temps d'incertesa

Espanya: les claus del creixement regional el 2026

INFORME MENSUAL

Juny 2026

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

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

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

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

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

5 de juny de 2026

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS**9 *Les condicions financeres rere l'escenari econòmic el 2026*11 *Els nous (des)equilibris del mercat del petroli*

Luís Pinheiro de Matos

15 ECONOMIA INTERNACIONAL17 *Perspectives per a l'economia internacional*

Rita Sánchez Soliva

19 *Benestar de les llars europees: més dependència pública enfront d'una inflació més elevada*

David Martínez Turégano

24 ECONOMIA ESPANYOLA26 *Enquesta Financera de les Famílies: Espanya no és país per a joves? (part 2, dos anys després)*

Javier Garcia-Arenas, Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster i Léopold Jouvent

29 *Els comptes públics sota els raigs X: la reducció del dèficit enguany serà limitada i emergeixen importants desafiaments a mitjà termini*

Javier Garcia-Arenas

31 *Quines exposicions tenen els sectors d'activitat de l'economia espanyola al xoc de la guerra a l'Iran?*

David Cesar Heymann

34 *Escenari macroeconòmic per a Espanya: resiliència en temps d'incertesa*

Oriol Carreras Baquer

36 *Espanya: les claus del creixement regional el 2026*

Nuria Bustamante

38 ECONOMIA PORTUGUESA

Desacceleració

Des del 2022, quan va esclatar la guerra a Ucraïna, la majoria de les revisions de l'escenari de previsions que hem realitzat han estat a l'alça. Llavors, arran del temor a l'impacte del fort encariment dels preus de l'energia –i, en particular, del gas–, vam revisar a la baixa el creixement previst per a aquest any en més d'1 p. p.

Ara, l'esclat d'un nou conflicte, en aquest cas al Pròxim Orient, i el consegüent augment dels preus de l'energia i de la incertesa ens obliguen de nou a adoptar una actitud prudent i a revisar a la baixa les perspectives de creixement. En aquesta ocasió, la correcció és més moderada (0,3 p. p.). Així i tot, continuem considerant que l'escenari més probable és que l'economia espanyola mantingui un creixement dinàmic en el conjunt de l'any, per damunt del 2%.

L'inici de l'any ha estat, de fet, millor del que s'esperava. El creixement s'ha accelerat fins al 2,7% interanual, malgrat que el conflicte ja pressionava amb força els preus de l'energia al març. No obstant això, el tancament de l'estret d'Ormuz ha mantingut aquests preus en nivells elevats, i els seus efectes es comencen a fer visibles. La inflació, malgrat les mesures compensatòries adoptades pel Govern, s'ha situat per damunt del 3% des del març i, previsiblement, s'acostarà al 4% en els propers mesos. Aquest repunt inflacionista és un vent de cara per al consum de les llars, tal com ho constata el nostre [Monitor de consum en temps real](#), que ja mostra una desacceleració des de l'inici del trimestre.

Des de l'òptica empresarial, l'indicador PMI també apunta a una moderació del creixement, ja que se situa per sota dels registres del 1T, tot i que es manté en zona expansiva. Apunta, per tant, a una desacceleració, no a una contracció de l'activitat. En la mateixa línia, l'[indicador sectorial de CaixaBank Research](#), actualitzat recentment a l'*Observatori Sectorial*, mostra una pèrdua de dinamisme a la majoria de les branques d'activitat, més intensa als sectors intensius en energia. En sentit contrari, el sector turístic s'està veient afavorit per l'actual conjuntura geopolítica al Pròxim Orient. Moltes persones, especialment europees, que tenien previst passar les seves vacances a la zona estan venint a Espanya.

Ara com ara, el mercat laboral continua mostrant registres sòlids. No obstant això, es tracta d'un àmbit amb un comportament més inercial, de manera que els canvis de tendència se solen manifestar amb un cert retard.

La desacceleració que comencen a reflectir els indicadors és la que incorpora el nou escenari de previsions de CaixaBank Research, que es detalla a les pàgines següents d'aquest *Informe Mensual*. A grans trets, l'escenari contempla un avanç positiu de l'activitat, tot i que més contingut entre el 2T i el 3T de l'any. De cara al final del 2026, i d'acord amb els mercats de futurs del petroli i del gas, s'anticipa una moderació dels preus de l'energia que hauria de propiciar una certa reacceleració del creixement. La sòlida posició financera de les llars i de les empreses permetrà esmorteir parcialment el xoc, de manera que el consum i la inversió podran continuar liderant el creixement de l'economia espanyola. En l'àmbit exterior, la feblesa de les exportacions de béns es veurà compensada per la resiliència de les exportacions de serveis, tant turístics com no turístics.

Si el conflicte no s'enquista i l'augment dels preus de l'energia és contingut i transitori, l'economia espanyola disposa de prou bases per absorbir el xoc i per continuar creixent, encara que sigui a un ritme menor.

Per cert, el creixement del 2022 va acabar sent superior al que anticipàvem abans de l'esclat de la guerra a Ucraïna. La resiliència del mercat laboral i del sector exportador, juntament amb les mesures de suport adoptades, va contribuir a sostenir un creixement notablement dinàmic. Tant de bo ens tornem a equivocar en aquesta ocasió.

Oriol Aspachs
Juny 2026

Cronologia

MAIG 2026

- 22** Kevin Warsh pren possessió com a president de la Fed i és elegit president del FOMC.

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.

ABRIL 2026

- 1-10** La missió Artemis II viatja a la Lluna i arriba a 406.771 km, la màxima distància de la Terra mai assolida per una missió tripulada.

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%.

Agenda

JUNY 2026

- 2** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (maig).
- 9** Portugal: comerç internacional (abril).
- 11** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 16** Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (1T).
- 16-17** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 18-19** Consell Europeu.
- 22** Portugal: població resident (2025).
- 23** Espanya: balança de pagaments i PIIN (1T).
Portugal: preus de l'habitatge (1T).
- 24** Portugal: desglossament del PIB (1T).
- 25** Espanya: desglossament del PIB (1T).
Portugal: ràtio de morositat (1T).
- 26** Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (1T i abril).
- 29** Espanya: avanç de l'IPC (juny).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juny).
- 30** Espanya: taxa d'estalvi de les llars (1T).
Portugal: avanç de l'IPC (juny).

JULIOL 2026

- 1** Portugal: ocupació i atur (maig).
Portugal: deute públic (maig).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (juny).
- 2** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).
- 9** Espanya: comptes financers (1T).
- 15** Xina: PIB (2T).
- 17** Espanya: ràting Moody's.
Portugal: balança de pagaments (maig).
- 23** Portugal: deute del sector no financer (maig).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 24** Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (maig).
- 28** Espanya: enquesta de població activa (2T).
- 28-29** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 30** Espanya: avanç del PIB (2T).
Espanya: avanç de l'IPC (juliol).
Portugal: avanç del PIB (2T).
Zona de l'euro: PIB (2T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juliol).
EUA: PIB (2T).
- 31** Portugal: avanç de l'IPC (juliol).
Espanya: avanç de l'IPC (juliol).

Incertesa i resiliència a les portes de l'estiu

Un cop superats els tres mesos de conflicte al Pròxim Orient, els efectes del xoc d'oferta provocat per la pujada dels preus de l'energia s'aniran manifestant de forma progressiva en les dades d'inflació i de creixement. La combinació d'incertesa i de resiliència que ha caracteritzat el comportament de l'economia mundial en els últims temps conforma un equilibri fràgil, sobretot mentre el risc geopolític romangui en nivells molt elevats. Una conjuntura que requereix la màxima flexibilitat, tant en les estratègies d'inversió com en les respostes de política econòmica, i que obliga a recalibrar els escenaris econòmics a una nova realitat, amb molta més volatilitat en les variables econòmiques i financeres. Tot plegat és un reflex de la reordenació estructural de l'economia mundial, que persegueix una eficiència econòmica més àmplia que inclogui la seguretat i la resiliència.

Ara com ara, dels tres canals de transmissió del xoc d'oferta, l'energètic és el que s'ha activat amb més intensitat, com ho mostra la pujada generalitzada de la inflació, que ja està reduint la capacitat de compra de les famílies. Això, unit a l'enduriment moderat de les condicions financeres (molt inferior al que es va produir després de la guerra a Ucraïna), refredarà el consum privat en els mesos centrals de l'any i reduirà els potencials desequilibris macroeconòmics que pugui provocar la bretxa que s'ha obert entre l'oferta i la demanda.

En absència de noves sorpreses negatives en els preus energètics, l'efecte net sobre el creixement seria moderat i es concentraria en els trimestres centrals de l'any, tenint en compte els punts de suport per a l'activitat que representen la bona situació dels mercats laborals, les elevades taxes d'estalvi de les famílies, els reduïts nivells d'endeutament dels agents privats i la capacitat de la política fiscal de compensar una part dels efectes negatius del xoc d'oferta. Tot això, tanmateix, dependrà d'una ràpida reobertura de l'estret d'Ormuz, perquè el desajustament entre l'oferta i la demanda als mercats energètics s'està cobrint amb una reducció diària de les existències, que, si la crisi es prolonga, pot desembocar en problemes per al lliurament físic en els mesos d'estiu en alguns segments del mercat.

Posant números a l'escenari, hem revisat a la baixa la previsió de creixement de l'economia mundial, del 3,3% al 3,0%

el 2026, amb retallades del creixement a la zona de l'euro, de l'1,3% al 0,7% (del 2,4% al 2,1% en el cas d'Espanya), i als EUA, del 2,6% al 2,1%. Per actualitzar les previsions, hem utilitzat uns preus mitjans del petroli el 2026 (90 dòlars per barril) i el 2027 (80 dòlars per barril), d'acord amb el que estan descomptant els mercats de futurs. Això representaria un retorn progressiu a la normalitat dels mercats energètics en els propers trimestres, això sí, amb uns preus d'equilibri del cru gairebé 20 dòlars per damunt dels existents abans del conflicte i amb un menor matalàs d'existències. Si es compleixen aquestes hipòtesis, els creixements podrien retornar a la zona potencial cap al final del 2026 i la inflació podria reprendre la senda cap als objectius dels bancs centrals el 2027, després de l'important repunt d'enguany (el 3,1% a la zona de l'euro i el 3,5% als EUA).

Ara com ara, sense disposar de les dades de creixement del 2T, es perceben alguns senyals d'alentiment. No obstant això, aquests senyals també són parcialment esmorteïts per les compres anticipades davant el risc de disruptions i d'augments futurs dels preus. La informació més valuosa la tenim en les dades d'inflació, on, a Europa, la pujada de la taxa interanual fins al 3,2% ha vingut acompanyada d'un augment de la nucli fins al 2,5%, explicat, en bona part, per l'acceleració de la inflació en serveis (+0,5 p. p., fins al 3,5%), màxims en més d'un any a Europa. Quan ha arribat el torn dels bancs centrals, i sota la vella màxima de val més prevenir que curar, veurem pujades moderades dels tipus d'interès en els propers mesos, per tallar d'arrel els riscos d'efectes de segona ronda i la seva potencial translació a les expectatives d'inflació. A Europa, en un escenari d'efectes inflacionistes directes rellevants (però no severes) i de propagació limitada a la resta de la cistella, podria ser suficient una pujada total de 50 p. b., començant al juny amb 25 punts. Així que, probablement, quan es llegeixin aquestes línies, els tipus oficials a Europa ja s'hauran situat en el 2,25%. Més complicada és la papereta per a la Fed, no solament per les complicacions que introdueix un mandat dual (centrat en la inflació i en l'ocupació) en moments d'un xoc d'oferta, sinó per la falta de claredat sobre el gir estratègic que pretén el nou president (Kevin Warsh), quan se sap que, en temps de tribulació, no convé fer canvis. A més a més, la credibilitat monetària i canviària sol trigar molt de temps a consolidar-se, però es pot perdre de forma molt ràpida.

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
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,50	3,00
SOFR 3 mesos	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,72	3,21
SOFR 12 mesos	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,57	2,95
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,90	3,85
Deute públic 10 anys	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,60	4,65
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,50	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,65	2,15
€STR	-	-0,54	0,52	3,06	1,93	2,43	1,93
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,52	2,00
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,58	2,04
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,72	2,14
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,89	2,26
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,61	2,07
Deute públic 10 anys	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	3,00	2,90
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	3,03	2,66
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	3,21	2,96
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,50	3,50
Prima de risc	11	164	90	68	45	50	60
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,62	2,23
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,91	2,67
Deute públic 10 anys	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,45	3,45
Prima de risc	19	314	81	46	31	45	55
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,20	1,21
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,88	0,90	0,90
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	83,7	76,2
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	69,7	62,9

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
CREIXEMENT DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,8	3,4	3,4	3,0	3,2
Països desenvolupats	2,7	1,5	1,7	1,8	1,9	1,6	1,6
Estats Units	2,7	1,8	2,4	2,8	2,1	2,1	2,1
Zona de l'euro	2,3	0,8	1,1	0,9	1,5	0,7	1,2
Alemanya	1,6	1,3	0,2	-0,5	0,3	0,6	1,1
França	2,3	1,0	0,9	1,1	0,9	0,6	0,9
Itàlia	1,5	-0,3	1,5	0,6	0,7	0,5	0,7
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	1,8	1,8
Espanya	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,1	1,8
Japó	1,4	0,4	0,1	-0,2	1,1	0,8	0,6
Regne Unit	2,8	1,3	1,0	1,0	1,4	1,0	0,9
Països emergents i en desenvolupament	6,3	4,9	3,5	4,5	4,4	3,9	4,2
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	1,9
Mèxic	2,3	1,5	1,1	1,4	0,6	1,1	1,8
Rússia	-	1,4	1,5	4,9	1,0	0,8	1,5
Turquia	5,5	4,5	6,4	3,3	3,6	3,4	3,4
Polònia	4,1	3,7	2,6	3,1	3,6	3,1	2,8
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	5,9	5,8	4,1	4,4	3,7
Països desenvolupats	2,1	1,6	3,9	2,6	2,5	3,0	2,3
Estats Units	2,7	1,8	4,5	2,9	2,6	3,5	2,4
Zona de l'euro	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	3,1	2,3
Alemanya	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	3,2	2,4
França	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	2,4	2,0
Itàlia	2,4	1,4	4,1	1,1	1,6	2,6	2,1
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,9	2,3
Espanya	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,5	2,7
Japó	-0,3	0,4	1,4	2,7	3,2	2,1	2,0
Regne Unit	1,6	2,3	5,0	2,5	3,4	3,2	2,7
Països emergents i en desenvolupament	6,9	5,6	7,3	8,0	5,2	5,3	4,6
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	4,5	4,0
Mèxic	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	4,2	3,9
Rússia	14,2	7,9	7,4	8,5	8,7	5,7	4,6
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	3,3	2,7

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

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,7	0,0	0,4	3,0	3,3	2,4	1,8
Consum de les AP	4,5	0,9	3,1	2,9	2,4	1,4	1,9
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,2	1,0	3,6	5,8	3,9	2,1
Béns d'equipament	4,9	0,2	-1,4	1,9	7,4	2,8	2,2
Construcció	5,7	-2,6	0,4	4,0	5,2	4,1	2,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,9	3,2	3,5	2,4	1,8
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,4	3,2	3,6	0,6	1,9
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	1,9	2,9	6,2	1,6	2,1
Producte interior brut	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,1	1,8
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,5	2,0	2,8	3,1	2,5	1,6
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	13,9	11,3	10,5	9,8	9,3
Índex de preus de consum	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,5	2,7
Costos laborals unitaris	3,1	0,6	4,1	3,3	4,1	3,7	3,1
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,8	-0,2	1,2	3,2	2,9	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	0,2	2,0	4,2	3,4	3,6	3,9
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-6,1	-3,2	-2,4	-2,3	-2,3

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

Previsions

Economia portuguesa

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

Previsions

Un cert alleujament dels mercats malgrat la incertesa

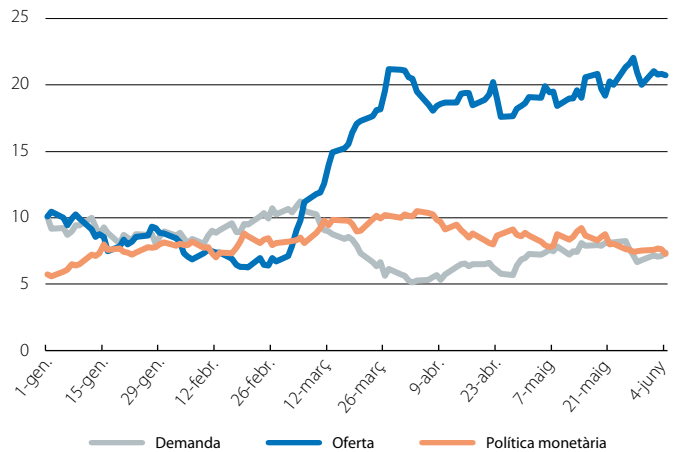
Els mercats van continuar marcats pel xoc d'oferta al maig, en especial a la zona de l'euro. En un entorn geopolític incert i amb senyals contradictoris, els mercats es van acollir als indicis favorables a l'acostament de posicions entre els EUA i l'Iran, de manera que el maig va viure una reducció del preu del petroli i, de retruc, una certa moderació en les expectatives cotitzades d'inflació a curt termini. Els tipus d'interès sobirans europeus van caure, la qual cosa va reduir les primes de risc, en especial la italiana, que també va ser la més tensionada durant les primeres setmanes de conflicte. Als EUA, en canvi, els tipus sobirans van pujar en un mes marcat per la publicació de dades macro que han redirigit les expectatives dels inversors cap a una Fed més hawkish. Els índexs borsaris van pujar globalment, amb excepcions puntuals, esperonats pel sector tecnològic. Així i tot, la volatilitat descomptada pels mercats va continuar sent elevada, malgrat mostrar un cert alleujament en relació amb el març i l'abril.

Els preus de l'energia centren l'atenció. El mes de maig va estar marcat per la continuïtat d'un alto el foc fràgil al Pròxim Orient i pel tancament de l'estret d'Ormuz, malgrat el trànsit puntual d'algun vaixell petroler. Malgrat la incertesa, els mercats es van basar en els indicis favorables a un acord de pau, de manera que el mes de maig va passar d'obrir amb un Brent al voltant dels 110 dòlars per barril a tancar per sota dels 100 dòlars, tot i que amb molta volatilitat i amb un lleuger repunt en les últimes sessions. No obstant això, de les cotitzacions dels mercats també es destil·lava la visió que el restabliment dels fluxos energètics serà costós, de manera que els futurs cotitzaven un tancament del 2026 estructuralment més alt que abans del conflicte i apuntaven, de manera relativament estable, a un rang entre els 80 i els 85 dòlars per barril. Pel que fa al gas natural, la dinàmica va ser semblant: si els preus van caure a partir del final de març, al maig, es van mostrar volàtils dins la banda de 45-50 euros per MWh, i els futurs, al final del 2026, apuntaven a 45-47 euros per MWh (15 euros més que abans del conflicte).

Les borses prolonguen el funcionament positiu que ja van mostrar a l'abril. Basant-se en l'alça de la IA, els índexs més beneficiats van ser els de Taiwan, Corea del Sud i el Japó, pel seu important pes en les cadenes de subministrament de xips. Paral·lelament, als EUA, l'S&P 500 va registrar vuit setmanes seguides a l'alça, coincidint amb la temporada de publicació de resultats del 1T. No obstant això, aquest creixement global va estar sostingut, principalment, per l'avanç de les empreses tecnològiques, que van compensar amb escreix el funcionament negatiu de molts altres sectors. NVIDIA, el major constituent de l'S&P 500, va publicar un creixement interanual del 85% en els seus beneficis del 1T, impulsat pels guanys provinents dels seus centres de dades, amb un creixement interanual del 95%. Així, en l'últim mes, el bon funcionament de les empreses relacionades amb la IA va intensificar el narrowing de mercat que es ve produint en els últims trimestres, amb un augment del pes de les empreses tecnològiques a l'S&P 500, que ha passat del 42% a més del 48% en tot just dos mesos.

Drivers dels mercats financers europeus el 2026

Importància de cada driver (%)



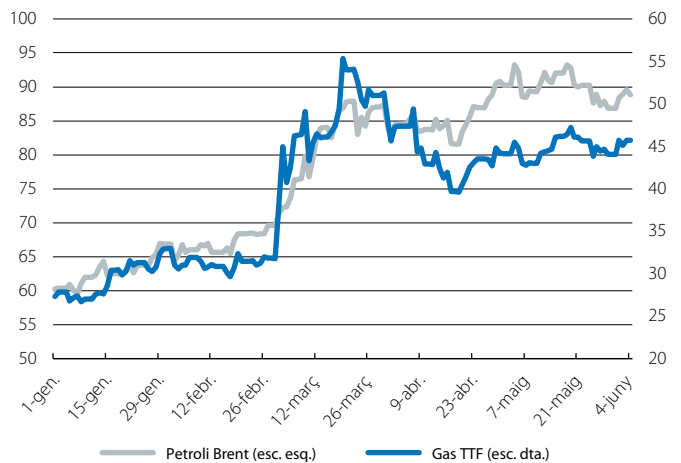
Nota: Les línies corresponen a les mitjanes mòbils de la importància de cada driver en les 20 últimes sessions.

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

Energia: preus mitjans cotitzats per al 2026

(Dòlars per barril)

(Euros per MWh)

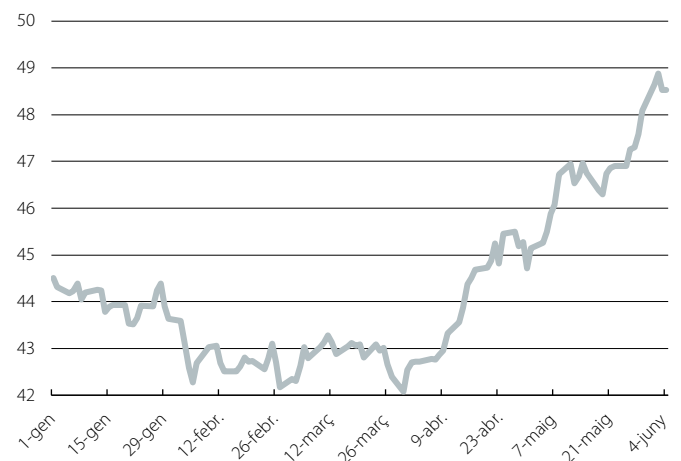


Nota: Mitjana anual calculada a partir del preu mitjà observat en els mesos anteriors a la data i els futurs per al mes actual i els següents.

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

EUA: pes del sector TIC a l'índex borsari S&P 500

(% sobre la capitalització borsària total de l'índex)



Nota: Evolució al llarg del 2026. TIC inclou els sectors de tecnologia de la informació i serveis de comunicació.

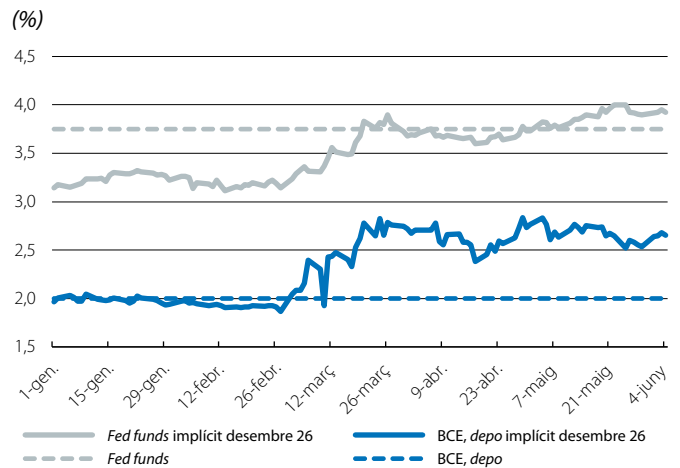
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

La Fed dona senyals més hawkish... Fins al començament de maig, el mercat descomptava un tipus *fed funds* estable fins al final de l'any, en un escenari en què el xoc provocat pel preu de l'energia no era particularment negatiu sobre l'activitat econòmica dels EUA, atesa la seva posició de productor i d'exportador net. No obstant això, les últimes dades macroeconòmiques han apuntat a un mercat laboral resilient i a uns preus de producció i d'importació substancialment més alts del que esperava el consens d'analistes, la qual cosa ha alimentat entre els inversors la percepció que la Fed podria pujar els tipus d'interès (una possibilitat a la qual els mercats financers donaven una probabilitat del 75% a l'hora de tancar aquest informe). Aquest canvi en les expectatives va dur el dòlar a apreciar-se enfront de la majoria de divises principals. D'altra banda, aquests reajustaments es donen en un context canviant per al banc: Kevin Warsh va jurar oficialment el càrrec com a president de la Fed. Warsh ha esmentat la seva intenció de reduir la dimensió del balanç de la Fed, de reformar la política de comunicació del banc (eliminant la publicació del *dot-plot*, entre altres mesures) i de reduir la freqüència de les reunions del FOMC. En tot cas, aquestes comunicacions no han estat interpretades pel mercat com un canvi en el rumb a curt termini de la Fed.

... mentre que les expectatives del BCE es consoliden. Dominats pel xoc d'oferta provocat pel conflicte al Pròxim Orient i pel seu impacte inflacionista a la zona de l'euro, els mercats financers van consolidar al maig la perspectiva que el BCE realitzi entre dues i tres pujades de tipus el 2026 i van donar una probabilitat superior al 90% al fet que el primer increment de 25 p. b. es produeixi en la reunió del proper 11 de juny. Malgrat això, els tipus d'interès sobirans de la zona de l'euro van recular des dels nivells assolits al final d'abril i les primes de risc es van reduir, en especial la italiana, que és la que ha mostrat més sensibilitat a les notícies del conflicte.

El punt de mira s'orienta de nou cap al Japó, després que el Ministeri de Finances nipó duqués a terme una intervenció sobre el ien quan l'encreuament USD/JPY va assolir la barrera de 160 al final del mes passat. De llavors ençà, la divisa va exhibir la mateixa dinàmica que en episodis anteriors: una depreciació gradual que apunta a una feblesa estructural. Els mercats descompten un parell de pujades del tipus d'interès del Banc del Japó, quelcom que ja cotitzaven abans de l'inici del conflicte al Pròxim Orient. La primera d'aquestes pujades es produiria en la propera reunió, també prevista per al juny. Al Regne Unit, els inversors es van debatre entre la possibilitat d'endurir la política monetària davant l'augment de la inflació i el deteriorament de les perspectives d'activitat econòmica, amb un mercat laboral patint taxes d'atur properes al 5%, nivells que no s'assolien des de la crisi de la COVID. Així, al maig, els mercats financers apuntaven a dues pujades del Banc d'Anglaterra (BoE, per les sigles en anglès), en relació amb les tres descomptades fa un mes, mentre que el consens d'analistes mantenia la previsió d'un BoE estable fins al final de l'any. El Norges Bank, a Noruega, es va avançar a la resta de bancs i va pujar el tipus d'interès en 25 p. b., fins al 4,25%.

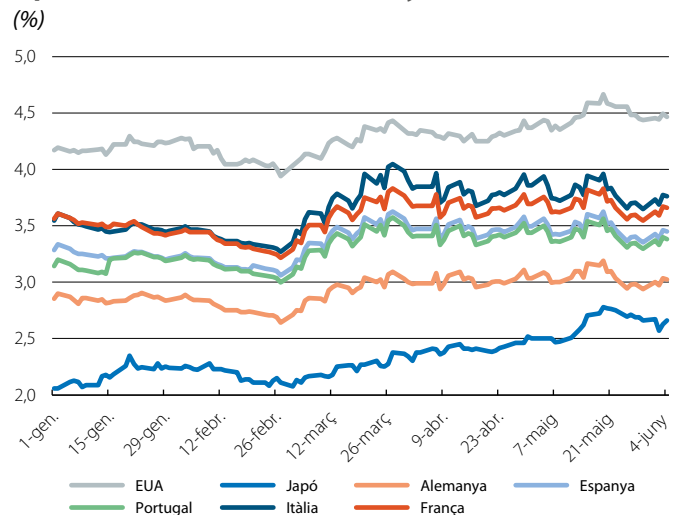
Tipus implícits per a la Fed i per al BCE al desembre del 2026



Nota: Les línies grises marquen l'upper bound del tipus fed funds. Les línies discontinues corresponen al tipus respectiu actual.

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

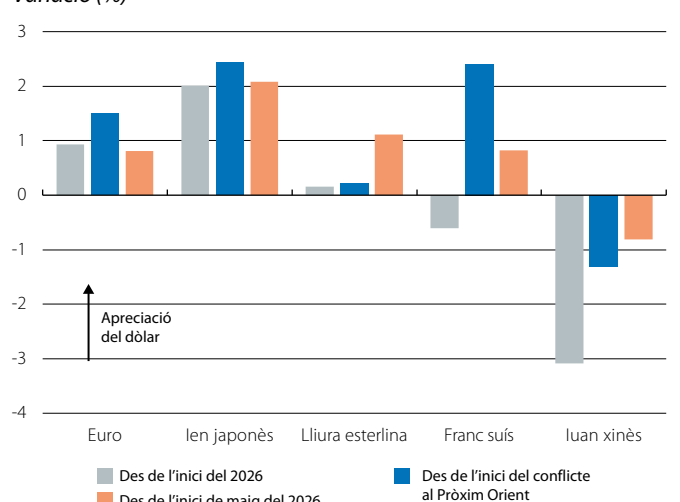
Tipus d'interès sobirans a 10 anys



Nota: Evolució al llarg del 2026.

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

Tipus de canvi enfront del dòlar nord-americà



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

Les condicions financeres rere l'escenari econòmic el 2026

La guerra al Pròxim Orient ha canviat les perspectives econòmiques per als propers trimestres i les condicions financeres en què es basen.¹ El bloqueig de l'estret d'Ormuz i els danys en les infraestructures de la regió han provocat un encariment notable de les primeres matèries energètiques, de múltiples productes derivats (com els combustibles i els fertilitzants) i d'altres productes en què el Pròxim Orient és rellevant com a productor o com a regió de pas (per exemple, l'alumini). Tot això ha desembocat en un repunt global de la inflació i, sumat a l'elevada incertesa que persisteix sobre la durada del conflicte militar, en un augment de la volatilitat.

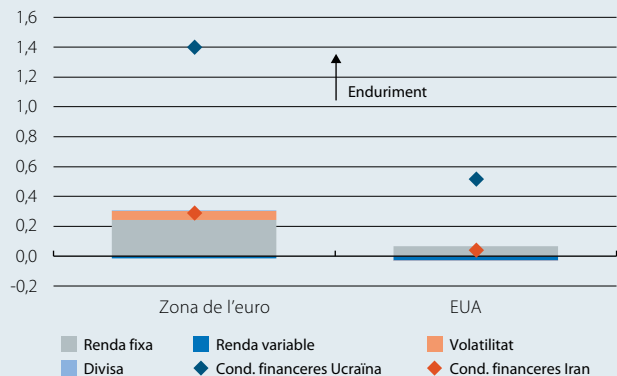
Aquest context deixa unes condicions financeres menys favorables per a l'activitat econòmica en els propers trimestres, caracteritzades per un increment de la volatilitat, per uns tipus d'interès més alts i per un camí més estret per als beneficis empresarials i per al funcionament de les borses. Així i tot, en conjunt, l'enduriment de les condicions financeres ha estat, fins a la data, moderat, i, com ho mostra el primer gràfic, s'explica, principalment, pel repunt dels tipus d'interès i per l'augment de la volatilitat. En canvi, la renda variable ha ajudat a suavitzar les tensions, amb el suport d'una bona temporada de resultats empresarials des del gener (tant pels beneficis publicats com per les expectatives d'ara endavant), de l'optimisme al voltant de la IA i de la visió que el xoc energètic tindrà més impacte sobre la inflació que sobre l'activitat econòmica. Entre les economies avançades, la zona de l'euro ha patit un major tensionament que els EUA, reflex de la vulnerabilitat relativa al nou xoc (de fet, als EUA, els índexs de condicions financeres recullen un tensionament, en agregat, molt modest).²

Deixant de banda l'energia,³ el principal canvi en l'entorn financer és l'orientació de la política monetària. Davant un escenari en què el xoc energètic és prou rellevant per incrementar, de manera directa, la inflació una mica per damunt del 3% en el conjunt del 2026, els principals bancs centrals han senyalitzat la intenció de fixar una política monetària moderadament restrictiva. Així, les nostres noves previsions econòmiques descansen en la visió que el BCE pujarà el tipus oficial fins al 2,50% el 2026 i el man-

1. Vegeu els Focus «[Perspectives per a l'economia internacional](#)» i «[Escenari macroeconòmic per a Espanya: resiliència en temps d'incertesa](#)», en aquest mateix informe.
2. L'anàlisi es basa en els índexs de condicions financeres desenvolupats per CaixaBank Research (vegeu, per exemple, l'article «[L'enfocament holístic del BCE](#)», a l'IM06/2021). Altres índexs, com els de Bloomberg i Goldman Sachs, ofereixen un missatge semblant, amb una tensió moderada en les condicions financeres de la zona de l'euro arran del conflicte al Pròxim Orient i poc impacte en les dels EUA.
3. Vegeu el Focus «[Els nous \(des\)equilibris del mercat del petroli](#)» per a una radiografia de l'impacte i de l'estat del mercat de petroli tres mesos després de l'esclat del conflicte, en aquest mateix informe.

Condicions financeres

Variació i contribucions (punts)



Nota: El canvi de les condicions financeres de la guerra d'Ucraïna compara la mitjana del maig del 2022 amb la del gener del 2022; per a l'Iran, es compara la mitjana del febrer del 2026 amb la del maig del 2026.

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

tindrà en aquesta frontera entre la neutralitat i la restricció durant una bona part del 2027 (vs. una expectativa pre-conflicte de tipus estables en el 2,00%). La Fed, per la seva banda, pausarà les baixades de tipus que tenia previstes i mantindrà fins al 2027 el tipus *fed funds* en el mateix interval del 3,50%-3,75% en què ja va tancar el 2025. Amb aquest gir controladament restrictiu, els dos bancs centrals ajudaran a frenar el risc que l'encariment energètic desembogui en efectes indirectes i de segona ronda,⁴ de manera que el nostre escenari contempla que tant el BCE com la Fed puguin tornar a les seves sendes de tipus preconflicte al final del 2027.⁵

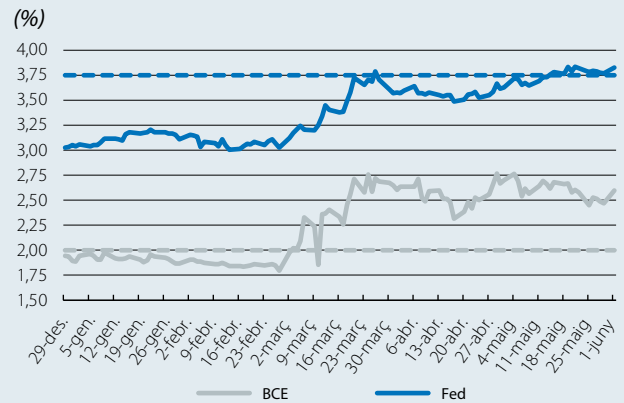
La reacció diferent del BCE i de la Fed no solament reflecteix les diferències en el punt de partida dels dos bancs centrals (inflació en l'objectiu del 2% a la zona de l'euro i política monetària neutral vs. més inèrcies inflacionistes als EUA i tipus moderadament restrictius), sinó també el fet que el xoc del Pròxim Orient té una naturalesa diferent a cada regió. La dependència de les importacions energètiques d'Europa fa que la zona de l'euro estigui exposada de manera rellevant a un encariment de les primeres matèries energètiques fins i tot sense que el Pròxim Orient sigui un

4. Els efectes indirectes i de segona ronda també s'haurien de veure mitigats per l'absència de desequilibris importants entre l'oferta i la demanda agregades (com ho dibuixen les modestes xifres de PIB de la zona de l'euro dels últims trimestres o el refredament del mercat laboral nord-americà) i el deteriorament de la confiança entre les empreses i els consumidors que, arran del conflicte al Pròxim Orient, capturen els últims indicadors. D'altra banda, una prolongació del conflicte, un major estrès energètic i/o la influència sobre les expectatives d'inflació del record recent de la crisi inflacionista d'Ucraïna poden generar una inflació més elevada i afavorir un enduriment monetari més significatiu.
5. És a dir, que el BCE retorni el tipus *depo* al 2,00% i la Fed reprengui la senda de retallades moderades (*fed funds* en el 3,00%-3,25% al final del 2027).

subministrador important per a Europa. En canvi, l'autonomia energètica dels EUA fa que l'activitat econòmica nord-americana quedi més protegida del xoc directe. Això s'ha reflectit en un funcionament diferent entre els mercats financers europeus i els dels EUA: el tercer gràfic mostra com, des dels bombardejos entre l'Iran i els EUA i Israel, els mercats europeus han estat dominats per una narrativa de «xoc negatiu d'oferta», mentre que, als nord-americans, les sessions s'han caracteritzat per un «xoc d'enduriment de la política monetària».⁶ Malgrat això, el tipus de canvi de l'euro s'ha mantingut relativament estable enfront d'un dòlar que ha capitalitzat poc (en termes d'apreciació) el seu paper d'actiu refugi davant un nou repunt de la incertesa. Així, mantenim la nostra previsió de relativa fortalesa de l'euro, amb la cota dels 1,20 dòlars per euro com a referència del 2027.

En conjunt, el conflicte al Pròxim Orient ha fet que l'entorn financer fes un pas enrere i que, sense patir un gran tensionament en agregat, sigui menys favorable per al funcionament de l'activitat econòmica en els propers trimestres. Els riscos són elevats, i, tot i que una resolució ràpida del conflicte podria relaxar les condicions financeres, la prolongació del bloqueig d'Ormuz amenaça amb una activació exponencial dels costos econòmics i financers si les existències de petroli i de productes derivats cauen massa i incideixen sobre la contracció de l'oferta energètica. Així mateix, cal no oblidar la vigilància dels mercats sobre les dinàmiques de deute públic en diverses economies avançades, ni els riscos financers al voltant de la IA, tant per la seva capacitat de complir les expectatives com d'alterar estructures econòmiques establertes.

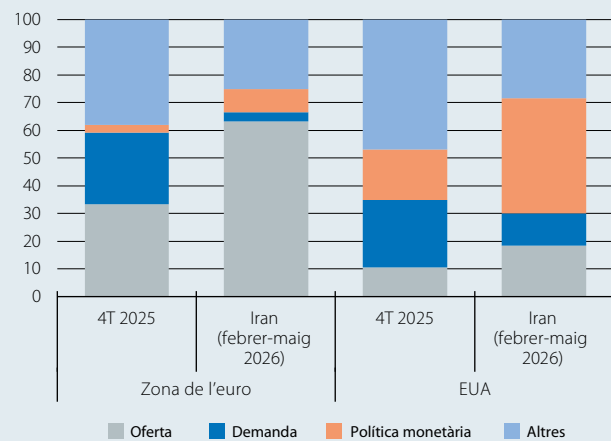
Bancs centrals: tipus esperats pels mercats al desembre del 2026



Nota: Les línies de punts mostren el nivell de tipus del qual partien la Fed i el BCE al final del 2025.

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

Drivers macroeconòmics dels mercats financers (% del total de sessions de negociació)



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

6. La caracterització de les sessions de mercats entre els *drivers* de demanda, d'oferta o de política monetària es basa en els comoviments dels diferents actius financers. Per exemple, associem un xoc negatiu d'oferta (que deprimeix l'activitat i que fa pujar els preus) a caigudes borsàries i a tipus d'interès més alts (amb expectatives d'enduriment monetari per lluitar contra la inflació); un xoc positiu de demanda el vinculem a augments de la borsa (majors beneficis empresarials), a expectatives d'inflació i a tipus d'interès més alts, i un xoc restrictiu de política monetària està associat a pujades dels tipus sobirans, a una apreciació de la divisa domèstica i a un descens de les borses i de les expectatives d'inflació. Per a més detalls sobre aquesta extracció de narratives econòmiques dels mercats financers, vegeu el Focus «Allò que els mercats ens diuen de la macroeconomia», a l'IM05/2026.

Els nous (des)equilibris del mercat del petroli

Arran del conflicte al Pròxim Orient i del tancament gairebé total de l'estret d'Ormuz durant els tres últims mesos, el preu del petroli s'ha apropat als 103 dòlars per barril en la mitjana de maig, mentre que els futurs amb venciment a 6-12 mesos han fluctuat entre els 80 i els 95 dòlars per barril i han mantingut una corba de preus amb un pendent molt negatiu.¹

El mercat de l'or negre: de fonamentals sòlids a un món líquid

En els últims mesos, els fluxos de cru procedents del Golf han caigut des dels 20 milions de barrils diaris (mb/d) als 8 mb/d, arran de l'enfonsament dels fluxos per Ormuz (de 16 mb/d a menys de 2 mb/d), només parcialment compensat pel redireccionament de fluxos cap a rutes alternatives, entre les quals destaca el port de Yanbu, al mar Roig (vegeu el segon gràfic). En aquest context, la producció mundial de petroli ha caigut des d'uns 106-108 mb/d fins prop de 95 mb/d a l'abril, la qual cosa indica que la caiguda de la producció als països del Golf només ha estat modestament compensada per un augment de la producció en altres geografies. Al mateix temps, el consum global s'ha mantingut relativament estable, al voltant dels 103 mb/d al març i a l'abril (en relació amb els 104 mb/d del 2025), la qual cosa apunta a una caiguda de la demanda encara limitada, concentrada, sobretot, en alguns països asiàtics i en alguns productes refinats.² D'aquesta manera, el mercat mundial de petroli ha passat d'un excedent d'oferta de petroli (cru i productes refinats) pròxim als 2,0 mb/d³ a un dèficit superior als 8 mb/d. La clau per esmorteir aquest dèficit ha estat la utilització dels inventaris.

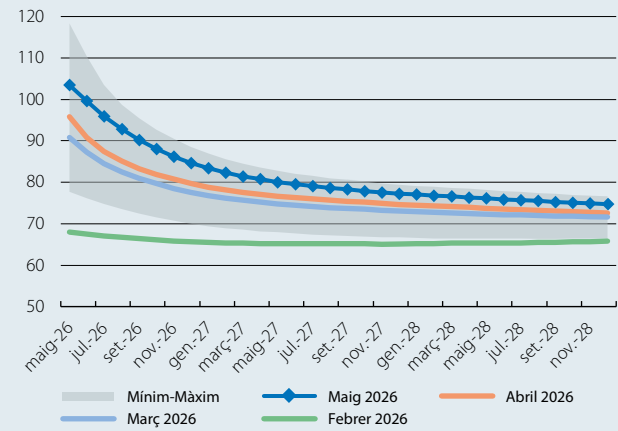
Inventaris globals de petroli: el secret de l'unicorn

Els inventaris de petroli es poden dividir en quatre capes. La primera és el petroli emmagatzemat en vaixells, aturats o en trànsit, i és coneguda com «petroli a l'aigua». Per la seva ràpida disponibilitat, es considera la primera capa que sol donar flexibilitat al mercat. En

1. El pendent negatiu implica que els contractes per a lliuraments a més curt termini cotitzen a preus substancialment més elevats que els contractes per a lliuraments a llarg termini. Aquest patró, conegut com *backwardation*, reflecteix que els compradors estan disposats a pagar una prima per assegurar-se els lliuraments de petroli a curt termini i és un indicador d'escassetat d'oferta (o d'una demanda de petroli excepcionalment elevada). També indica que el mercat espera que el desajustament entre l'oferta i la demanda sigui temporal i desincentiva l'emmagatzematge de petroli, ja que valdrà menys en el futur que en el present.
 2. Per a més detalls, vegeu l'«Oil Market Report» del maig del 2026, de l'Agència Internacional de l'Energia (IEA, per les sigles en anglès).
 3. Vegeu el Focus «El mercat del petroli, en el món del desconegut», a l'IM04/2026.

Petroli: preu dels futurs

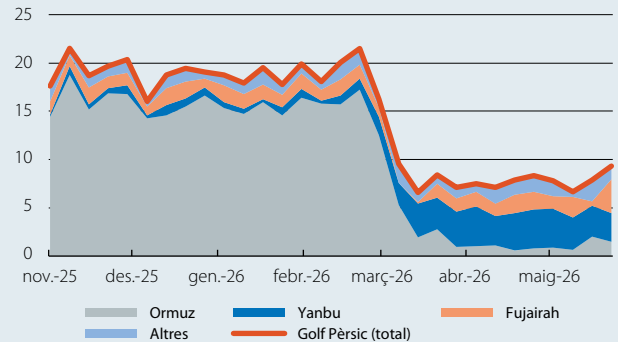
(Dòlars per barril)



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

Fluxos de cru des del golf Pèrsic

Milions de barrils diaris (mitjana setmanal)



Notes: Es calculen els fluxos marítims de cru amb origen en ports de països del golf Pèrsic. S'inclouen totes les sortides de vaixells de ports de l'Iran, l'Iraq, Kuwait, Oman, Qatar, l'Àrabia Saudita, els Emirats Àrabs Units i Iemen i s'agreguen segons tinguin punt de passatge per l'estret d'Ormuz o no (casos dels ports de Yanbu, al mar Roig, i Fujairah, als EAU). Dades integrades procedents de satèl·lits, d'informes de brokers, de duanes i d'agents portuaris, que permeten un monitoratge en temps real dels fluxos marítims de petroli.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Vortexa (via Bloomberg).

segon lloc, hi ha els inventaris comercials, que fan referència a les existències de cru i de derivats en mans del sector privat –com les companyies petrolieres, les refineries i els operadors logístics–, que s'utilitzen per al funcionament habitual del mercat. La seva evolució és un indicador clau d'equilibri, ja que respon als incentius econòmics generats per les condicions d'oferta i de demanda. Per aquest motiu, el seu seguiment és fonamental per avaluar les tensions al sector i per anticipar els moviments en els preus del petroli. En tercer lloc, hi ha les reserves estratègiques de petroli (SPR, per les sigles en anglès), sobretot de cru, gestionades pels governs amb l'objectiu de reforçar la seguretat energètica i d'afrontar situacions excepcionals, com les interrupcions greus del subministrament, els conflictes geo-

polítics o els desastres naturals. A diferència dels inventaris comercials, aquestes reserves no s'utilitzen per a finalitats operatives habituals, sinó que s'alliberen de manera deliberada per estabilitzar el mercat i per mitigar l'impacte dels xocs d'oferta.⁴ Per aquest motiu, són una eina clau de la política energètica, amb capacitat per influir temporalment sobre l'oferta global i sobre l'evolució dels preus del petroli. Finalment, hi ha els «mínims operatius», necessaris per mantenir el funcionament físic del mercat. Com a últim «matalàs» del mercat de petroli, entre les tres capes anteriors i aquests mínims operatius, se situen els escenaris de destrucció de la demanda, on el sistema de preus es converteix en el principal mecanisme d'equilibri, ja que refreda el consum per evitar que les existències caiguin fins a nivells crítics.⁵

Els inventaris comercials de petroli dels països de l'OCDE continuen dins el seu rang històric. Al final d'abril, es van situar just per sota dels 2.700 milions de barrils, en relació amb una mitjana pròxima als 2.900 milions en l'última dècada. Però la seva ràpida reducció (–150 milions de barrils entre el març i l'abril) implica que, al ritme actual, les existències comercials es podrien acostar a nivells críticament reduïts en el 3T. Fins i tot sota el supòsit (benigne) d'una represa ràpida de la producció mundial de petroli des del juny, que assoliria el nivell previ al conflicte al final del 4T 2026, les existències comercials de l'OCDE podrien tocar mínims històrics al juny, arribar als 2.400 milions de barrils en el 3T i tornar-se a normalitzar lentament a partir d'aquí. Aquesta disminució del nivell d'inventaris comercials implica una major probabilitat de repunts no lineals dels preus en els propers mesos. A més a més, aquells països (i productes) més dependents dels subministraments energètics procedents dels països del Golf, i les reserves dels quals són més limitades, continuaran mantenint una situació més vulnerable.⁶

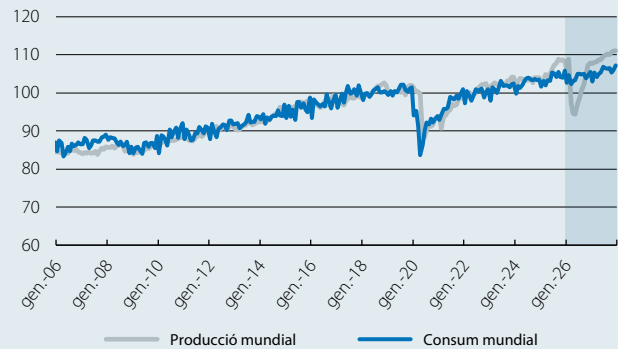
4. L'11 de març, la IEA va anunciar l'alliberament de 400 milions de barrils de les seves reserves estratègiques, estimades en prop de 1.200 milions de barrils (més de 600 milions de barrils mantinguts sota obligació governamental). Aquest va ser el sisè alliberament conjunt de reserves (després de les crisis del 1991, del 2005, del 2011 i del 2022, l'última amb dos anuncis d'alliberament de reserves).

5. Aquests nivells mínims operatius estan relacionats amb els volums que s'han de mantenir a les infraestructures petrolieres –com tancs, oleoductes o cavitats subterrànies– per raons tècniques. Aquests nivells actuen com una capa no utilitzable, necessària per garantir el funcionament adequat del sistema (nivells de pressió, fluxos, seguretat operativa). S'estima que els nivells mínims operatius de petroli se situen al voltant de 30 dies de demanda (és a dir, amb un consum com el de l'OCDE, de 45-47 mb/d, això equivaldria a prop de 1.400 milions de barrils).

6. Malgrat que, a nivell macro, sembla que el mercat del petroli encara és lluny de llindars operatius crítics, el nivell d'existències és molt heterogeni entre regions i entre productes. Els inventaris de productes refinats (com el combustible d'aviació i la nafta) s'han deteriorat més ràpidament que els de cru, mentre que diversos països de l'Àsia emergent mostren dificultats d'aprovisionament.

Producció i consum global de petroli (cru i refinats)

(Milions de barrils diaris)



Nota: Es reporten dades fins a l'abril del 2026. A partir del maig del 2026, es mostren les últimes previsions de l'IEA.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'EIA (Energy Information Administration).

A tall il·lustratiu, altres escenaris podrien comportar majors desequilibris al mercat. D'una banda, la disrupció a curt termini podria ser major del que es preveu si les negociacions entre l'Iran i els EUA no permeten una recuperació dels fluxos a partir del juny, la qual cosa duria els inventaris a registrar mínims encara més baixos en els propers mesos. De l'altra, la recuperació de la producció global de petroli podria ser més gradual del que s'espera, per exemple, per uns danys majors de l'esperat en les infraestructures petrolieres al golf Pèrsic o per dificultats a l'hora de recuperar els fluxos de navegació per l'estret d'Ormuz cap als nivells preconflicte, la qual cosa implicaria uns nivells d'existències més baixos durant més temps. Atesa l'elevada correlació entre els preus del Brent i els inventaris comercials, aquests escenaris implicarien unes tensions de preus encara més elevades en els propers anys.⁷

Brent: cap a quin (nou) equilibri?

Malgrat que els contractes futurs apunten a uns preus estructuralment més elevats del petroli en els propers anys arran del xoc petrolier més gran de la història, sembla que els mercats també descompten una normalització ràpida de les condicions d'oferta i de demanda en els propers mesos. En aquest escenari, els inventaris globals aconseguirien mantenir-se com el principal mecanisme d'absorció de l'actual xoc d'oferta, i el preu del Brent convergiria, de moment, cap a un equilibri pròxim als 80 dòlars per barril. Així i tot, és important recordar que les cotitzacions dels contractes futurs no

7. Al seu últim «Oil Market Report», del maig del 2026, la IEA estima una pèrdua acumulada de 900 milions de barrils (incloent l'alliberament de 400 milions de barrils de reserves estratègiques) i assumeix el final del conflicte al juny i una recuperació de la producció a partir del 3T. La IEA estima que aquesta xifra es podria duplicar si el conflicte s'allarga.

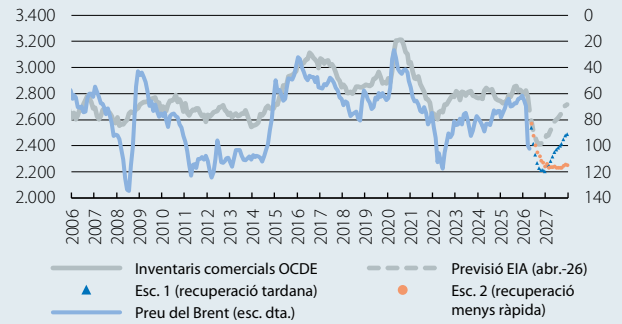
són una bola de vidre. Més que reflectir un poder predictiu, ofereixen la possibilitat d'assegurar lliuraments d'una determinada quantitat d'un bé escàs en el futur, a un determinat preu, sobre la base de la informació disponible en l'actualitat. Així mateix, de la mateixa manera que el pendent negatiu de la corba apunta a una tensió elevada al mercat a curt termini, a llarg termini el mercat continuarà marcat, probablement, per una llarga cua de riscos a l'alça.

Luís Pinheiro de Matos

Inventaris comercials de petroli (OCDE) i preu del Brent

(Milions de barrils)

(Dòlars per barril)



Notes: Es reporten dades fins a l'abril del 2026. A partir del maig del 2026, es mostren les últimes previsions de l'EIA i dos escenaris alternatius. A l'escenari 1, assumim que la disrupció dels fluxos de petroli es mantindria fins a mitjan 3T i que la velocitat de recuperació seria una mica més lenta (-0,5 mb/d) en el 4T. A l'escenari 2, assumim una recuperació de la producció global a partir del juny, però més lenta, amb unes retirades netes d'inventaris (la diferència estimada entre el consum i la producció globals) inferiors (-1 mb/d) a l'escenari central (previsió EIA) fins al final del 2027. Es mostra la mitjana mensual del preu del Brent.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'EIA (Energy Information Administration).

Tipus d'interès (%)

	31-maig	30-abril	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-25
Euríbor 3 mesos	2,27	2,20	7	24	27
Euríbor 12 mesos	2,80	2,85	-4	56	71
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,41	2,50	-9	40	64
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,53	2,64	-11	41	75
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,94	3,04	-10	8	44
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,35	3,50	-15	7	26
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,30	3,44	-14	15	32
EUA					
Fed funds (límit inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 mesos	3,66	3,66	-1	1	-67
Deute públic a 1 any	3,77	3,71	6	30	-33
Deute públic a 2 anys	4,00	3,87	14	53	11
Deute públic a 10 anys	4,44	4,37	6	27	4

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-maig	30-abril	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	53	60	-7	2,2	-5,0
Itraxx Financer Sènior	55	63	-7	1,0	-6,5
Itraxx Financer Subordinat	91	103	-12	-2,4	-16,6

Tipus de canvi

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,166	1,173	-0,6	-0,7	2,7
EUR/JPY (iens per euro)	185,670	183,700	1,1	0,9	13,6
EUR/GBP (lliures per euro)	0,867	0,862	0,5	-0,6	2,8
USD/JPY (iens per dòlar)	159,270	156,590	1,7	1,6	10,6

Primeres matèries

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
Índex Bloomberg de primeres matèries	135,1	140,5	-3,8	23,2	35,1
Brent (\$/barril)	92,1	114,0	-19,3	51,3	43,5
Or (\$/unça)	4.540,3	4.617,9	-1,7	5,1	38,0

Renda variable

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	7.580,1	7.209,0	5,1	10,7	28,2
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	6.050,5	5.881,5	2,9	4,5	12,7
Ibex 35 (Espanya)	18.362,9	17.781,0	3,3	6,1	29,8
PSI 20 (Portugal)	9.076,5	9.345,0	-2,9	9,8	22,8
Nikkei 225 (Japó)	66.329,5	59.284,9	11,9	31,8	74,7
MSCI emergents	1.752,2	1.600,2	9,5	24,8	51,4

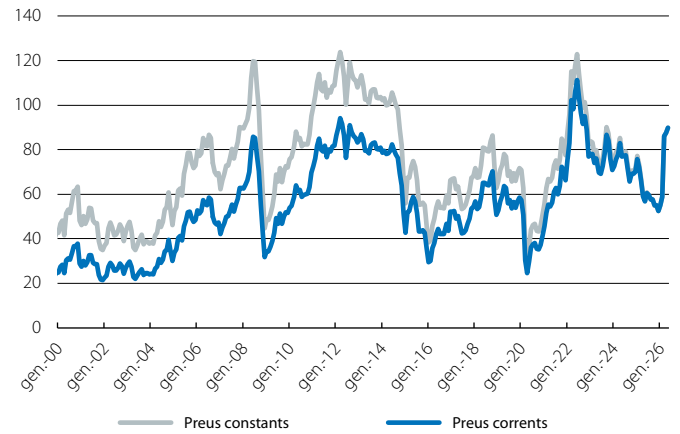
L'economia global a la recerca d'un nou equilibri

La reobertura d'Ormuz, una condició necessària però no suficient. El tancament de l'estret d'Ormuz des de l'inici del conflicte ha impulsat el preu del petroli fins a nivells pròxims als 100 dòlars per barril en els últims mesos, mentre que la reducció d'inventaris ha permès absorbir una part del xoc energètic. En les últimes setmanes, les notícies d'una extensió de l'alto al foc i de les negociacions entre els EUA i l'Iran han comportat una certa percepció que l'estret es podria reobrir aviat, la qual cosa permetria recuperar els fluxos d'energia des de la regió. No obstant això, per restablir l'equilibri entre l'oferta i la demanda seria necessari un augment sostingut dels fluxos per Ormuz, i la restauració dels nivells d'inventaris previs al conflicte no serà ràpida. En conjunt, tot fa pensar que el mercat energètic continuarà tensionat i que el risc geopolític continuarà pressionant els preus a l'alça.

L'activitat econòmica es desaccelera arran d'un nou xoc. Els indicadors disponibles per a les economies avançades apunten a un alentiment de l'activitat en el 2T. A la UE, l'índex de sentiment econòmic va mostrar una lleugera recuperació al maig (93,7 punts vs. els 93,4 anteriors), però es manté prop dels mínims observats en els últims anys i per sota de la seva mitjana històrica de 100 punts. Els indicadors de sentiment empresarial apunten a un nou deteriorament. El PMI de la zona de l'euro va caure a mínims de gairebé tres anys i es va situar en els 47,5 punts (vs. els 48,8 anteriors), arrossegat, sobretot, per la feblesa del sector serveis (en mínims de final del 2020), en un entorn d'incertesa i d'augment de la inflació. Pel costat de les manufactures, l'activitat es continua sostenint, mentre que els subcomponents de preus mostren un augment dels costos de producció. Al seu informe de primavera, la Comissió Europea remarca el deteriorament de l'escenari macro provocat pel conflicte al Pròxim Orient i per un entorn que continua marcat per l'elevada incertesa, la qual cosa reforça els riscos a la baixa en el creixement. A CaixaBank Research, situem la previsió de creixement de la zona de l'euro en el 0,7% per al 2026 (-0,5 p. p. en relació amb la nostra previsió anterior, per una combinació de dades de PIB una mica inferiors al nivell estimat prèviament i de l'impacte al Pròxim Orient) i en l'1,2% per al 2027 (-0,3 p. p.). Vegeu el Focus «[Perspectives per a l'economia internacional](#)», en aquest mateix informe.

EUA: focus en el consum privat i en el mercat laboral. L'economia nord-americana continua resistint l'impacte del xoc energètic, malgrat el deteriorament de la confiança dels consumidors. El consum personal va créixer el 0,1% intermensual a l'abril (vs. el 0,3% al març), condicionat per l'afebliment de la capacitat adquisitiva de les llars, mentre que el mercat laboral va mostrar solidesa. La taxa d'atur es va mantenir en el 4,3%, mentre que la creació d'ocupació es va situar en 115.000 persones (vs. les 63.000 persones en la mitjana del 1T). Així mateix, la segona estimació del PIB del 1T 2026 va situar el creixement en el 0,4% intertrimestral (-0,1 p. p. en relació amb la primera estimació) i va reflectir un avanç més moderat del consum privat (el +0,3% intertrimestral vs. el 0,5% en el 4T 2025). Per la seva banda, la inversió fixa s'ha confirmat com el principal motor de creixement en el trimestre. Les dades de sentiment empresarial han mostrat uns nivells compatibles amb una lleugera desacceleració de l'activitat en el 2T, però

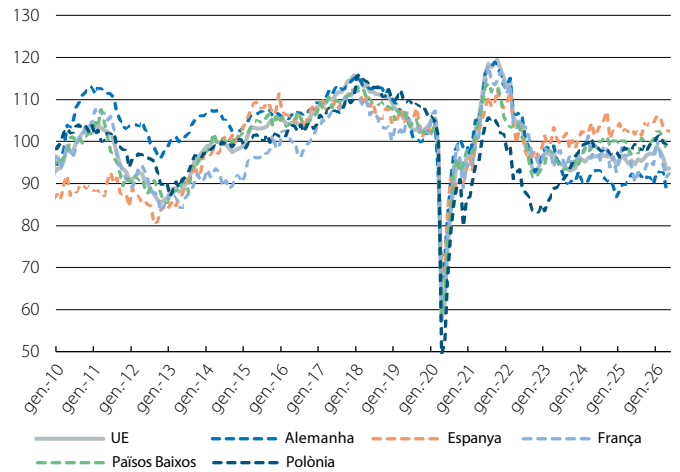
Brent: preu (Euros per barril)



Notes: Es mostren les mitjanes mensuals. Per al càlcul del Brent a preus constants, s'utilitzen els preus del desembre del 2025 com a base. El deflactor utilitzat es basa en la inflació IPCA per a la zona de l'euro.

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

UE: indicador de sentiment econòmic (ESI) Índex

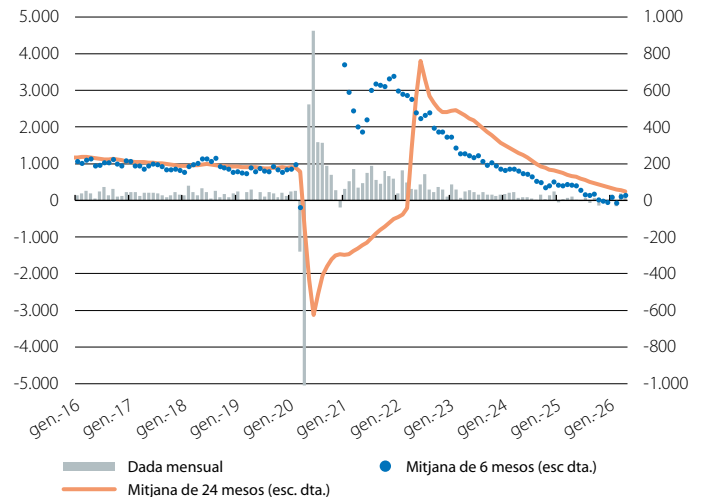


Nota: La mitjana històrica de l'índex és de 100 punts (des de l'any 2000).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

EUA: ocupació

Variació mensual (milers de llocs de treball)



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

amb ritmes de creixement positius. El PMI compost es va mantenir sense canvis al maig (51,7 punts), tot i que els subcomponents de preus mostren unes pressions inflacionistes transversals i marquen màxims des del 2022.

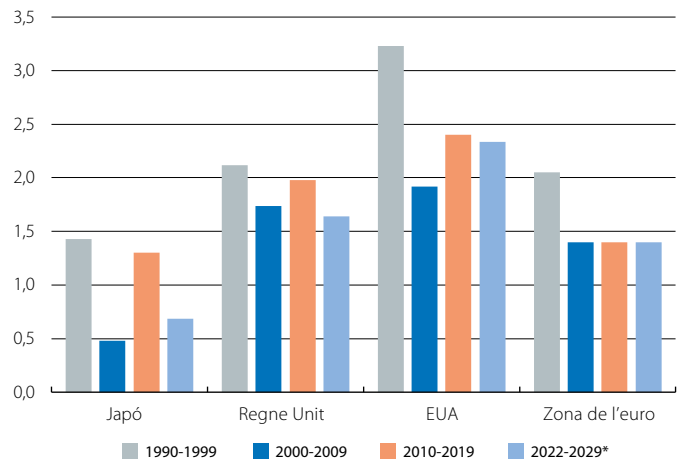
Les pressions inflacionistes s'acceleren arran de l'encariment de l'energia. La inflació general de la zona de l'euro va pujar fins al 3,2% interanual al maig (vs. el 3,0% a l'abril), mentre que la nucli es va situar en el 2,5% (+0,3 p. p.). L'impuls dels preus energètics continua sent visible (l'energia va tornar a contribuir amb 1 p. p. a la inflació general), i van destacar les dinàmiques observades en la inflació nucli, on a la tendència a l'alça observada en els béns industrials se suma un notable repunt de la inflació dels serveis. Sense disposar del desglossament detallat per components, el rebot dels serveis es podria explicar per efectes de calendari i per l'impacte indirecte del conflicte al Pròxim Orient sobre els serveis més sensibles a l'energia, com el transport. Als EUA, l'índex PCE, referència per a la Fed, va registrar un avanç interanual del 3,8% a l'abril (+0,3 p. p.) en la general, mentre que la variació del component nucli es va situar en el 3,3% (+0,1 p. p.), la qual cosa reforça la visió d'una Fed «en espera» fins al final d'enguany i d'un BCE que es podria moure cap a una primera pujada «per seguretat» ja al juny (per a més detalls, vegeu el Focus «[Les condicions financeres rere l'escenari econòmic el 2026](#)», en aquest informe).

El Regne Unit i el Japó comencen l'any amb bon peu, però amb reptes per davant. El PIB britànic va créixer el 0,6% intertrimestral en el 1T (vs. el 0,2% anterior), gràcies a l'impuls dels serveis i al dinamisme del consum privat. No obstant això, la inestabilitat política generada després de les eleccions locals, juntament amb el repunt dels bons sobirans i amb una major incertesa sobre el rumb de la política econòmica, podria generar nous reptes per a l'economia britànica enguany. Per la seva banda, el PIB del Japó va créixer el 0,5% intertrimestral en el 1T (vs. el 0,2% anterior), secundat pel bon comportament de la demanda interna i pel repunt de les exportacions. Ara com ara, el topall introduït pel Govern nipó sobre els carburants i els combustibles està contribuint a mantenir la inflació relativament continguda. No obstant això, els riscos es concentren clarament a l'alça, com ho reflecteixen els components de preus dels PMI, en nivells pròxims als registrats el 2022, i un mercat laboral tensionat. Davant un augment de les expectatives d'inflació a nivell global, ingredients com la incertesa econòmica i un possible deteriorament de les perspectives fiscals podrien augmentar la pressió sobre els dos països.

Les perspectives per a les economies emergents es deterioraran, tot i que amb excepcions. A la Xina, després d'un bon 1T, les dades d'activitat mostren una desacceleració a l'abril. La producció industrial es va alentir, tot i que va créixer encara a bon ritme (el +4,1% interanual vs. el 6,1% en el 1T), mentre que les vendes al detall es van mantenir gairebé estancades. En positiu, el bon comportament dels serveis i la millora de la confiança dels consumidors, en un entorn en què la inflació encara es manté continguda, podrien ajudar a sostenir l'activitat. D'altra banda, el PIB del Brasil va créixer l'1,8% interanual en el 1T, impulsat, sobretot, pel consum privat i per la inversió. En el context d'un xoc energètic global, aquestes dades reitern que les economies importadores d'energia, i en particular les que mostren més vulnerabilitats de partida, podrien afrontar més riscos en les seves perspectives de creixement.

Global: creixement del PIB

Variació anual (%)

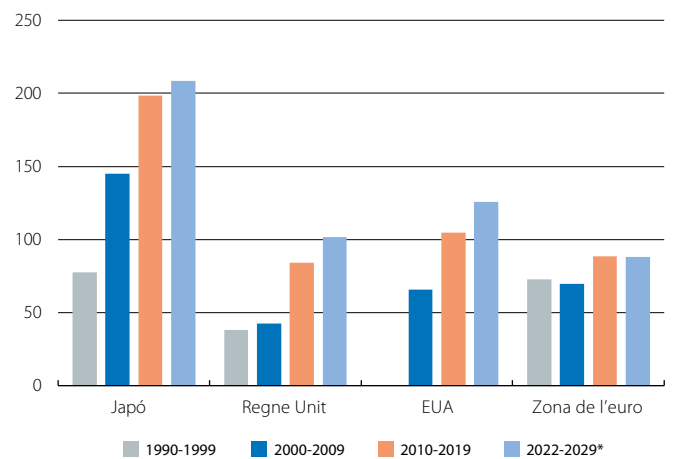


Notes: Es calculen les mitjanes del creixement anual per a cada període. Per al període 2022-2029, es consideren les previsions de l'FMI a partir del 2026 (WEO, abril del 2026).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Fons Monetari Internacional.

Global: deute públic

(% del PIB)

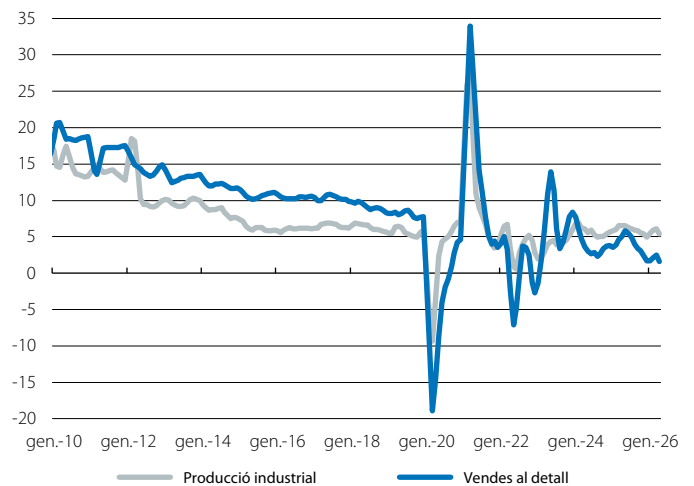


Notes: Es calculen les mitjanes de la ràtio del deute públic per a cada període. Per al període 2022-2029, es consideren les previsions de l'FMI a partir del 2026 (WEO, abril del 2026).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Fons Monetari Internacional.

Xina: indicadors d'activitat

Variació interanual (% , mitjana de 3 mesos)



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

Perspectives per a l'economia internacional

A l'hora de tancar aquest informe, el conflicte al Pròxim Orient continua obert i continua tensionant els preus de l'energia i dels seus derivats. La durada del conflicte serà determinant per avaluar-ne l'impacte econòmic. La regió produeix gairebé el 30% del cru i el 20% del gas mundials, i, a més a més, s'hi localitzen dues de les principals vies marítimes del món: els estrets d'Ormuz i de Bab el-Màndeb (al mar Roig). Pel que fa al gas, a més a més, és un *input* clau en la producció de fertilitzants i d'heli, fonamental per a la producció de semiconductors. Així mateix, existeixen elements que poden pressionar per accelerar una sortida del conflicte, com la pèrdua de popularitat de Trump (que pot passar-li factura a les *mid-term*) o l'elevat cost econòmic de la guerra. Atesa la incertesa de l'entorn, les nostres previsions econòmiques s'ancoren en els preus de l'energia cotitzats als mercats.

En concret, el nostre escenari descansa en els futurs cotitzats pels mercats financers en una mitjana de 14 dies laborables (per reduir-ne la volatilitat). Amb aquestes dades, el barril de Brent superarà els 100 dòlars fins al juliol, per abaratir-se de forma gradual fins a uns 85 dòlars al final de l'any, la qual cosa situarà la cotització mitjana del Brent el 2026 al voltant dels 90 dòlars i el 2027 gairebé en els 80 dòlars, nivells substancialment més elevats que els descomptats abans del conflicte (gairebé 25 i 15 dòlars superiors, respectivament). A més a més, no es preveu tornar a cotitzacions preguerra, com a mínim, fins al 2030. Per als preus del gas, l'impacte ha estat molt inferior al patit després de l'inici de la guerra a Ucraïna. Així i tot, els futurs en què descansen les nostres previsions descompten un preu del gas una mica inferior als 45 euros per MWh, de mitjana, el 2026 i una mica superior als 35 euros per MWh, de mitjana, el 2027, uns 10-15 euros més car cada any del que s'esperava abans del conflicte.

En altres paraules, sembla que els futurs energètics estan descomptant una resolució progressiva del conflicte militar que duria a una reobertura de l'estret d'Ormuz, però reconeixent que això no implica una recuperació immediata de l'activitat cap als nivells preconflicte.¹

En aquest context de preus de l'energia més elevats, el creixement econòmic serà menor del que s'esperava abans del conflicte, sobretot als països més dependents de les importacions energètiques (amb Europa i Àsia, sobretot l'Índia, especialment afectades), al mateix temps que la inflació pujarà de forma generalitzada, la qual cosa condicionarà una posició més *hawkish* dels principals bancs centrals.²

1. Vegeu el Focus «[Els nous \(des\)equilibris del mercat del petroli](#)», en aquest mateix Informe Mensual.

2. Vegeu el Focus «[Les condicions financeres rere l'escenari econòmic el 2026](#)», en aquest mateix Informe Mensual.

Principals previsions

Variació interanual (%)

	PIB			Inflació		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Món	3,4	3,0	3,2	4,1	4,4	3,7
	-	<i>3,3</i>	<i>3,2</i>	-	<i>3,9</i>	<i>3,5</i>
EUA	2,1	2,1	2,1	2,6	3,5	2,4
	-	<i>2,6</i>	<i>2,0</i>	-	<i>2,6</i>	<i>2,2</i>
Zona de l'euro	1,5	0,7	1,2	2,1	3,1	2,3
	-	<i>1,3</i>	<i>1,5</i>	-	<i>1,9</i>	<i>2,0</i>
Alemanya	0,3	0,6	1,1	2,3	3,2	2,4
	-	<i>1,0</i>	<i>1,4</i>	-	<i>2,0</i>	<i>2,1</i>
França	0,9	0,6	0,9	0,9	2,4	2,0
	-	<i>1,0</i>	<i>1,2</i>	-	<i>1,3</i>	<i>1,7</i>
Itàlia	0,7	0,5	0,7	1,6	2,6	2,1
	-	<i>0,8</i>	<i>1,1</i>	-	<i>1,5</i>	<i>1,8</i>
Xina	5,0	4,5	4,0	0,1	1,0	1,5
	-	<i>4,5</i>	<i>4,0</i>	-	<i>1,0</i>	<i>1,5</i>

Notes: Mitjana del període. En blau i en cursiva, previsions anteriors (febrer del 2026).

Font: CaixaBank Research.

La zona de l'euro s'enfronta a un altre xoc energètic

La regió té una baixa exposició directa al Pròxim Orient. Però, malgrat els esforços duts a terme en els últims lustres per augmentar l'eficiència energètica i per potenciar l'ús d'energies renovables, continua tenint una elevada dependència dels combustibles fòssils: representen gairebé el 70% de tota l'energia consumida per tota l'economia i són gairebé l'únic tipus d'energia utilitzat al sector del transport.³ L'impacte d'uns preus energètics més elevats farà que la inflació sigui més alta en els propers mesos i que superi, de mitjana, el 3,0% el 2026, al voltant d'1,0 p. p. per damunt del que s'esperava abans de la guerra. Per tant, la capacitat de compra de les famílies es reduirà i el consum privat perdrà ritme en els propers trimestres, però sense arribar a recular, gràcies a l'ampli matalàs d'estalvi existent (més del 14% de la renda bruta disponible) i a un mercat de treball encara resilient (la taxa d'atur acumula més d'un any al voltant de mínims històrics del 6,2%). També cal tenir en compte que, a la zona de l'euro, el final del 2025 i el començament del 2026 van ser més febles del que s'esperava, la qual cosa explica la substancial revisió a la baixa que duem a terme: -0,5 p. p. el 2026, fins al 0,7%, i -0,3 p. p. el 2027, fins a l'1,2%. Aquesta pèrdua de dinamisme de l'activitat, d'altra banda, mitigarà els efectes indirectes i de segona ronda i, juntament amb diferents mesures fiscals aprovades, ajudarà a contenir l'impacte inflacionista de la guerra. Ara com ara, la zona de l'euro evitarà la recessió,

3. Vegeu el Focus «[Europa, davant una altra crisi energètica](#)», a l'IM04/2026.

però no es pot descartar que hi entri si el conflicte s'allarga i es materialitzen escenaris més adversos.

EUA, l'impacte d'una inflació més elevada sobre un creixement molt basat en la inversió en tecnologia

Els EUA són el major productor mundial de cru i de gas i són un exportador net, però això no implica que els seus consumidors no notin l'impacte de la pujada dels preus de l'energia. De fet, la inflació ja està patint aquest impacte (la benzina supera els 4 dòlars per galó), en un context en què els preus dels serveis ja mostraven una elevada resistència a moderar-se. En conseqüència, l'impacte directe de l'encariment energètic farà que, el 2026, la inflació general sigui, de mitjana, gairebé 1,0 p. p. més elevada del que hauria estat sense el conflicte i assolixi el 3,5%. Aquesta evolució de la inflació afectarà negativament el consum de les llars, com ja ho apunta el notable deteriorament dels principals indicadors de confiança de les famílies, tot i que encara mantindran ritmes d'avanç dinàmics. A més a més, continuem confiant que la inversió en tecnologia es mantindrà sòlida gràcies a l'impuls del desplegament de la IA, de manera que l'economia nord-americana mantindria ritmes d'avanç força robustos. No obstant això, atès que el 4T 2025 i el 1T 2026 van ser més febles del que s'esperava, retallem en 0,5 p. p. el creixement previst per al 2026, fins al 2,1%, ritme que gairebé es mantindrà el 2027.

La Xina es beneficiarà de l'impuls que representen les seves exportacions d'alt valor afegit

L'economia xinesa afronta l'impacte de la guerra al Pròxim Orient amb una certa ambigüitat. En ser una impor-

tadora neta d'energia, es veu castigada pel fort encariment de l'energia, al mateix temps que les seves exportacions a Europa (que representen gairebé el 16% del total) es veuen entorpidides per les disrupcions comercials a la regió. No obstant això, l'enlairament de la IA i el desenvolupament de les energies verdes a bona part del món estan impulsant les seves exportacions d'alt valor, sectors en què la Xina ja s'ha convertit en un referent mundial. A curt termini, aquesta major diversificació de les exportacions xineses contribuirà a sostenir el creixement de la seva economia. Això, sumat a la rebaixa aranzelària provocada pel Tribunal Suprem dels EUA i a un inici d'any una mica millor del que s'havia estimat prèviament, ens reafirma en la nostra previsió de creixement del 4,5% per al 2026 i del 4,0% per al 2027. Per la seva banda, les mesures implementades pel Govern per contenir l'impacte del xoc energètic mantindran sota control una inflació que, abans del conflicte, era molt baixa, de manera que confiem que se situï entre l'1,0% i l'1,5% el 2026 i el 2027.

En suma, sembla que ens dirigim cap a un món amb menys creixement i amb inflacions més elevades. La incertesa és molt alta, i encara no es poden descartar els escenaris més adversos, amb impactes regionals molt dispars i amb la inflació assolint taxes molt més elevades durant més temps, com ja ho va alertar l'FMI a l'informe de l'abril. Així i tot, cal remarcar que la situació és diferent a la del 2022, quan les importants disrupcions que encara patien les cadenes d'oferta a nivell global després de la pandèmia van dur la inflació mundial gairebé fins al 9,0%.

Rita Sánchez Soliva

Benestar de les llars europees: més dependència pública enfront d'una inflació més elevada

Entre el 2013 i el 2019, la recuperació posterior a les crisis financera i sobirana va permetre avanços graduals però sostinguts en la capacitat adquisitiva de les famílies, amb el suport de la millora de l'ocupació i en un entorn d'inflació continguda. Amb la pandèmia, aquesta dinàmica es va veure alterada, i, malgrat que la renda nominal i el mercat laboral van mostrar resiliència, el xoc inflacionista intensificat després de la invasió d'Ucraïna va erosionar el poder de compra i va tensionar el benestar de les llars, amb un impacte particularment sever sobre les llars de renda baixa. En aquest context, el consum efectiu real de les llars *per capita* –un indicador ampli de benestar material, que incorpora tant la despesa privada com els béns i els serveis individuals proveïts pel sector públic– permet analitzar com han evolucionat les condicions de vida de les llars europees abans i després de la pandèmia, així com el paper de la redistribució pública.

De la recuperació postcrisi al xoc inflacionista

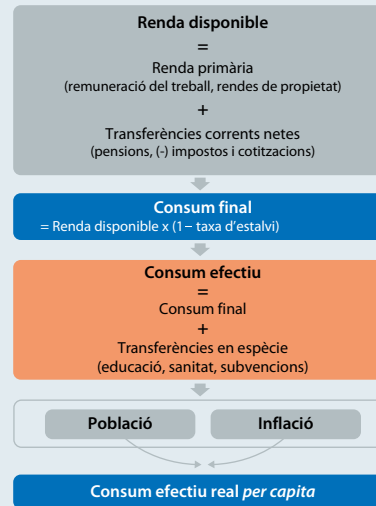
El consum efectiu real *per capita* és un indicador que reflecteix el benestar material de les llars amb més precisió que el PIB, la renda disponible o el consum final (per a les definicions, vegeu el primer gràfic). És una mesura menys sensible a les desviacions conjunturals entre producció, ingressos de les famílies i estalvi, especialment rellevants després de la pandèmia i durant els xocs inflacionistes recents.¹ A diferència de les mètriques anteriors, incorpora les transferències en espècie del sector públic –educació i sanitat, així com habitatge o transport subvencionat–, de manera que reflecteix millor el gaudi de béns i de serveis per part de les llars.

Durant el període 2013-2019, el consum efectiu real *per capita* de les famílies va seguir a la UE una senda de creixement estable (al voltant de l'1,5% anual), en línia amb una fase d'expansió de la renda i amb una normalització gradual de l'economia després de les crisis financera i sobirana (vegeu el segon gràfic). L'avanç d'aquesta mesura del benestar va ser una mica menys marcat que el del PIB, però va ser sòlid en basar-se en la millora de l'ocupació i en un entorn d'inflació moderada (menys de l'1% en mitjana anual). Aquesta dinàmica va canviar de manera abrupta amb la pandèmia. L'enfonsament inicial del consum privat el 2020 va donar pas a una recuperació relativament ràpida, impulsada per una política fiscal expansiva, tot i que l'augment de la incertesa hauria dut la taxa d'estalvi a un nivell estructuralment més elevat.

No obstant això, el veritable punt d'inflexió no va ser la pandèmia en si, sinó l'episodi inflacionista posterior. Entre el 2021 i el 2023, el fort encariment de l'energia i dels aliments va erosionar el poder adquisitiu de les llars. La infla-

1. FMI (2020), «Measuring Economic Welfare: What and How?».

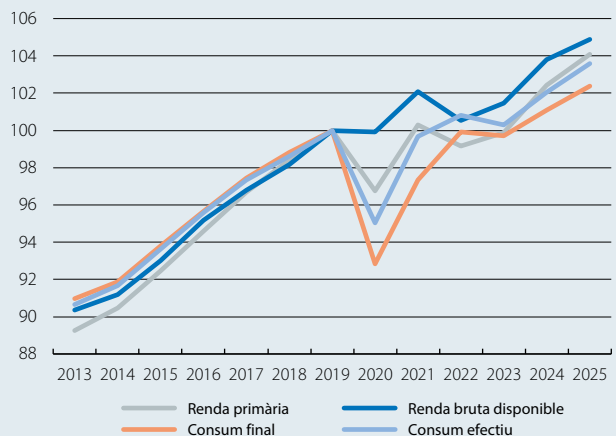
Consum efectiu de les llars



Font: CaixaBank Research.

UE: renda i consum per capita

En termes reals (índex 100 = 2019)



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

ció mitjana anual de la UE va assolir un màxim històric del 9,2% el 2022, la qual cosa va obrir una bretxa persistent entre l'evolució de les variables en termes nominals i reals. Al seu torn, aquest xoc inflacionista va tenir un marcat caràcter regressiu. Les llars amb menys ingressos van suportar taxes d'inflació sensiblement superiors, ja que havien de destinar una major proporció de la despesa a béns bàsics, justament els que es van encarir més en aquesta etapa.² A més a més, en alguns països, es van deteriorar les condicions d'accés a l'habitatge.³

2. BCE (2024), «The unequal impact of the 2021-22 inflation surge on euro area households».

3. Vegeu el Focus «Hi ha raons perquè l'habitatge sigui la principal preocupació de la ciutadania europea», a l'IM02/2026.

Menys convergència i més dispersió entre països després de la pandèmia

Més enllà de l'agregat europeu, la comparació entre països revela canvis significatius en les dinàmiques de creixement i de convergència. Això s'explica, en bona part, per l'impacte desigual de la inflació i per les diferents propostes fiscals amb què comptaven els països per respondre. En termes generals, el creixement mitjà del consum efectiu real *per capita* en el període 2019-2025 ha estat notablement inferior al registrat anys abans de la pandèmia per a la gran majoria d'Estats membres (vegeu el tercer gràfic). Només alguns països han aconseguit sostenir el creixement del consum efectiu, mentre que uns altres han experimentat una desacceleració més intensa, principalment a l'Europa de l'Est. Per la seva banda, les quatre grans economies de la UE (Alemanya, França, Itàlia i Espanya) mostren un estancament durant els últims anys.

En els anys previs a la pandèmia, els països amb nivells inicials de consum efectiu *per capita* més baixos tendien a registrar taxes de creixement notablement més elevades, la qual cosa apuntava a un procés gradual de convergència en benestar (vegeu el quart gràfic). Aquesta pauta s'afebleix després del 2019. L'impacte asimètric dels xocs inflacionistes, unit a diferències en el marge fiscal, ha generat una major dispersió de resultats entre els Estats membres. La pandèmia i els xocs posteriors no han revertit els avanços previs, però el resultat ha estat una convergència més lenta (vegeu al gràfic la línia puntejada blava per sota de la grisa i el major pendent per a nivells baixos de benestar) i menys uniforme (major dispersió del núvol de punts blau), amb la persistència d'àmplies diferències estructurals dins la UE.

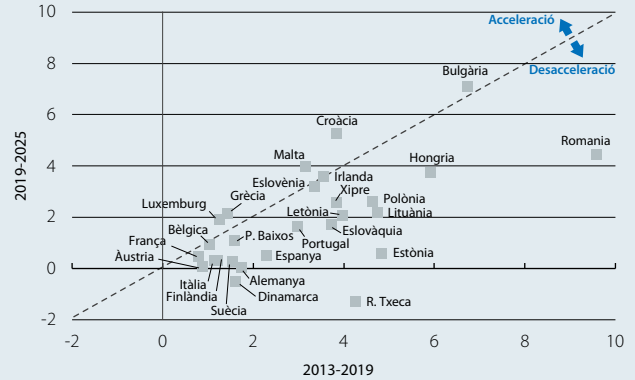
Sostenir el benestar en un entorn inflacionista: límits de la redistribució

L'anàlisi de les principals economies de la UE mostra amb claredat el canvi de patró entre els dos períodes. Mentre que, el 2013-2019, el creixement del consum efectiu real *per capita* es basava, fonamentalment, en l'avanç de la renda real i en una inflació continguda, després de la pandèmia, el principal factor diferenciador és el fort augment de la inflació, que ha erosionat de manera significativa el poder adquisitiu malgrat la fortalesa del mercat laboral (vegeu el cinquè gràfic). En resposta, les transferències públiques guanyen pes com a mecanisme d'esmoreïment –en particular als Països Baixos, a Polònia i a Alemanya–, juntament amb una reducció gradual de la taxa d'estalvi després del fort repunt del 2020-2021, més intensa a França, a Espanya i a Itàlia. En el cas espanyol, els resultats *per capita* estan influïts, a més a més, per l'accelerat augment de la població per l'increment dels fluxos migratoris en el període recent.

Al conjunt d'Estats membres, el paper més actiu de la redistribució després de la pandèmia ha estat un fenomen generalitzat però no uniforme (vegeu el sisè gràfic). A la majoria de països, l'augment de les transferències

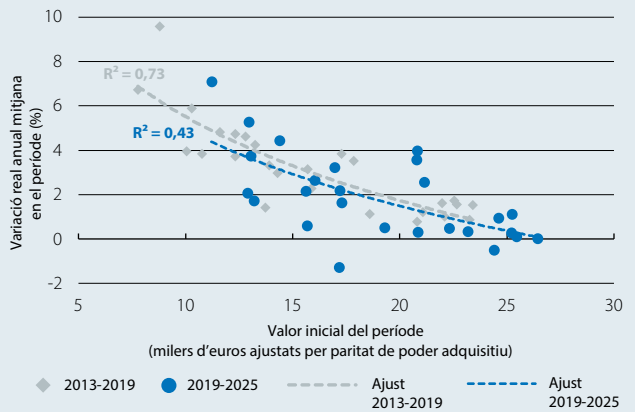
UE: consum final efectiu de les llars per capita (països)

Variació real anual mitjana en el període (%)



Nota: Dades fins al 2022 per a Bulgària; fins al 2024 per a Estònia, i fins al 3T 2025 per a Irlanda.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

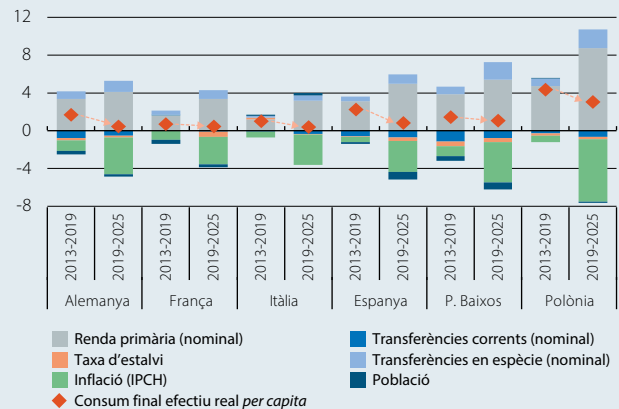
UE: consum final efectiu de les llars per capita (països)



Notes: Dades fins al 2022 per a Bulgària; fins al 2024 per a Estònia, i fins al 3T 2025 per a Irlanda. Luxemburg queda exclòs per registrar valors atípics (al voltant de 35.000 euros). Ajust logarítmic.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

UE: consum final efectiu de les llars per capita (economies més grans)

Variació real anual mitjana en el període (p. p.)



Notes: Transferències corrents netes d'impostos i de cotitzacions socials. Taxa d'estalvi calculada com la inversa del consum final de les llars sobre la seva renda bruta disponible en termes nominals.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

–monetàries o en espècie– ha anat acompanyat d'una major aportació per la via dels impostos i de les cotitzacions, tot i que la compensació pel costat dels ingressos fiscals no ha estat total en un bon nombre de casos. En canvi, només una minoria de països mostra, en els últims anys, una contribució neta negativa de les transferències al creixement del consum efectiu de les llars.

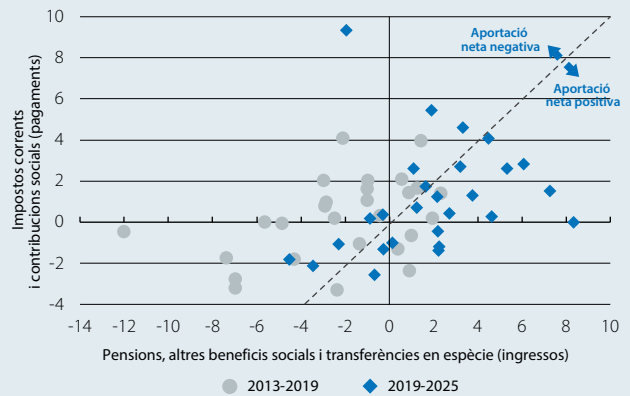
Implicacions per a la cohesió i l'impuls a l'agenda competitiva

Des de la pandèmia, l'actuació dels governs de la UE ha aconseguit esmortir l'impacte de xocs sense precedents sobre el benestar material de les llars i ha evitat una caiguda abrupta del consum efectiu *per capita*. No obstant això, aquest resultat s'ha basat de forma creixent en la redistribució pública i s'ha produït en un context de menor convergència entre països. L'erosió del poder adquisitiu causada per la inflació ha evidenciat els límits d'un model basat en la protecció *ex post* del benestar. De cara al futur, preservar la cohesió econòmica exigirà reforçar els fonaments competitius de la UE: impulsar la productivitat i aprofundir en el mercat únic.⁴ Sense avanços en el creixement potencial i en la creació d'ocupació, sostenir el benestar serà cada vegada més costós i més difícil de compatibilitzar amb la convergència europea en un entorn d'elevat endeutament públic.⁵

David Martínez Turégano

Transferències corrents i en espècie

Variació com a percentatge de la renda primària (p. p.)



Nota: Dades fins al 2022 per a Bulgària; fins al 2024 per a Croàcia, Xipre, Eslovàquia, Eslovènia, Estònia, Letònia, Lituània i Malta, i fins al 3T 2025 per a Irlanda.

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

4. Vegeu el Focus «Quant ha avançat la UE amb la Brúixola de la Competitivitat?», a l'IM04/2026.

5. Vegeu l'article «El dilema fiscal europeu a mitjà termini», al Dossier de l'IM11/2025.

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

ESTATS UNITS

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Activitat									
PIB real	2,8	2,1	2,1	2,3	2,0	2,6	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,4	4,5	4,9	4,6	3,9	4,6	4,5	4,9	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	96,1	93,1	97,4	94,2	90,7	92,2	93,8	93,1
Producció industrial	–0,7	1,1	0,5	1,7	1,6	1,1	0,8	1,4	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,8	48,7	48,2	52,6	52,7	52,7	54,0
Habitatges iniciats (milers, mitjana mensual)	1.371	1.357	1.356	1.347	1.323	1.413	1.507	1.465	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (índex)	330	339	338	338	341	343	342	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,2	4,3	4,5	4,3	4,3	4,3	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,1	59,8	59,8	59,6	59,7	59,3	59,2	59,1	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,4	–3,6	–3,4	–3,0	–2,5	–2,2	...	...
Preus									
Inflació general	2,9	2,6	2,4	2,9	2,7	2,7	3,3	3,8	...
Inflació nucli	3,4	2,8	2,8	3,1	2,6	2,5	2,6	2,8	...

JAPÓ

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Activitat									
PIB real	–0,2	1,1	2,0	0,5	0,2	0,6	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	37,2	34,7	33,2	34,8	36,7	36,9	33,3	32,2	33,6
Producció industrial	–3,0	0,1	0,1	–1,1	–1,3	1,2	0,6	2,3	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	13,0	14,0	15,0	17,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,7	–0,5	–0,4	...	...	...	...
Preus									
Inflació general	2,7	3,2	3,4	2,9	2,7	1,4	1,4	1,3	...
Inflació subjacent	2,4	3,0	3,2	3,2	3,0	2,6	2,5	1,9	...

XINA

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Activitat									
PIB real	5,0	5,0	5,2	4,8	4,5	5,0	–	–	–
Vendes al detall	3,3	3,8	4,4	2,4	0,7	2,4	1,7	0,2	...
Producció industrial	5,6	5,9	6,2	5,8	5,0	6,0	5,7	4,1	...
PMI manufactures (oficial)	49,8	49,6	49,4	49,5	49,4	49,6	50,4	50,3	50,0
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.189	1.145	1.174	1.189	1.179	1.179	1.167	...
Exportacions	4,6	5,5	6,0	6,5	3,8	14,5	2,3	13,9	...
Importacions	1,0	0,2	–0,8	4,6	3,4	23,0	28,1	25,3	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,1	0,0	–0,2	0,6	0,8	1,0	1,2	...
Tipus d'interès de referència ³	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi per dòlar	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	6,9	6,9	6,8	6,8

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	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Vendes al detall (variació interanual)	1,2	2,4	3,1	2,0	2,3	1,9	2,1	1,0	...
Producció industrial (variació interanual)	-2,9	1,5	1,2	1,5	2,0	-1,2	-2,1	...	...
Confiança del consumidor	-12,6	-13,4	-14,2	-13,6	-12,9	-13,8	-16,4	-20,6	-19,0
Sentiment econòmic	95,9	95,9	95,0	96,0	97,1	97,7	96,3	93,2	93,5
PMI manufactures	45,9	49,1	49,3	50,1	49,5	50,8	51,8	52,8	53,8
PMI serveis	51,5	51,3	50,1	50,9	53,0	51,2	50,2	47,6	47,7
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,4	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	3,8	3,8	...
França (% pobl. activa)	7,5	7,7	7,6	7,8	8,0	8,2	8,2	8,2	...
Itàlia (% pobl. activa)	6,6	6,1	6,3	6,0	5,7	5,3	5,2	5,1	...
PIB real (variació interanual)	0,9	1,5	1,6	1,4	1,2	0,8	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-0,5	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	-	-	-
França (variació interanual)	1,4	0,9	0,8	0,8	1,1	0,9	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	0,6	0,7	0,5	0,7	0,9	0,8	-	-	-

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	03/26	04/26	05/26
General	2,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	2,6	3,0	3,2
Nucli	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,6

Sector exterior

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Saldo corrent	3,4	2,2	2,7	2,4	2,2	2,2	2,2	...	...
Alemanya	5,9	4,5	5,0	4,7	4,5	4,4	4,4	...	...
França	0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	...	...
Itàlia	1,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,4	1,4	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,2	96,1	96,2	97,9	97,5	97,2	96,8	97,3	97,0

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	03/26	04/26	05/26
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	0,8	2,7	2,6	2,9	3,0	3,0	3,2	3,4	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	0,5	2,2	2,1	2,5	2,9	3,0	3,0	3,0	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	4,9	3,4	3,4	3,2	3,3	3,3	3,4	...	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	4,6	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	...	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	-3,9	5,0	5,3	5,5	5,4	5,4	5,1	4,1	...
Altres dipòsits a curt termini	12,4	-0,1	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	-0,1	0,8	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	11,0	4,4	0,9	0,8	4,2	1,1	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	3,0	1,9	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.

Espanya manté un creixement sòlid malgrat el repunt de la incertesa

Creixement: una mica menor, però dinàmic. L'escenari macroeconòmic torna a estar condicionat, arran del conflicte a l'Iran, per un augment de la incertesa geopolítica, la principal via de transmissió de la qual és l'encariment de l'energia. Espanya ho afronta des d'un punt de partida sòlid, després d'un 2025 dinàmic i d'un 1T 2026 millor del que s'esperava. El creixement es basa en la fortalesa del consum privat i de l'ocupació, en el bon comportament de les exportacions de serveis i en una inversió que es continua beneficiant dels fons europeus. Aquests factors, juntament amb l'elevat estalvi acumulat de les llars i amb el suport de la política fiscal, actuen d'esmoreïdor davant el deteriorament de l'entorn internacional. Així i tot, el repunt de l'energia i la menor tracció de la demanda externa restaran dinàmisme a l'activitat i pressionaran a l'alça la inflació. En conseqüència, revisem moderadament a la baixa el creixement del PIB, fins al 2,1% el 2026 i l'1,8% el 2027, en relació amb el 2,4% i el 2,0% contemplats amb anterioritat. Malgrat això, el diagnòstic de fons es manté: l'economia espanyola continuarà creixent a un ritme relativament elevat, amb suports diversificats i clarament per damunt d'una mitjana europea que es preveu inferior a l'1%.

Les dades d'activitat del 2T són relativament positives, amb un mercat laboral fort, però també amb una certa feblesa incipient del consum privat. Des de l'inici del 2T, l'afiliació a la Seguretat Social ha crescut, corregida d'estacionalitat, el 0,6% intertrimestral, 1 dècima més que en el 1T. Al maig, ja es comença a reflectir la incorporació d'immigrants després de la regularització extraordinària, però, fins i tot exclouent aquestes altes, les dades continuen sent dinàmiques. Estimem que, de les més de 63.000 noves altes, en termes desestacionalitzats, aproximadament un terç es deuen al procés de regularització. Si les exclouem, l'augment de l'afiliació se situaria en el 0,2% intermensual, un ritme comparable al del 1T. Els PMI apunten a una inèrcia positiva en el 2T: el PMI manufacturer es va situar en 51,2 punts al maig, de manera que el sector, en situar-se per damunt dels 50, continua en expansió. La producció continua augmentant lleugerament i compensa la feblesa de la demanda, la reculada de les comandes i el repunt de costos després del conflicte del Pròxim Orient. El PMI de serveis va repuntar al maig i va tornar a terreny expansiu, 50,1 punts, després dels 47,9 de l'abril, a l'avantsala d'una temporada turística estival que, si el conflicte al Golf es canalitza de manera raonable dins el termini i en la forma escaient, es preveu molt bona. No obstant això, l'impacte del xoc es comença a notar en els indicadors de consum. A l'abril, les vendes al detall van caure l'1,5% intermensual i l'avanç interanual es va desaccelerar de forma substancial: del 4,1% al 0,8%. El nostre indicador intern de consum domèstic també és coherent amb aquesta pèrdua d'embranchada: a l'abril i al maig, el creixement del consum va ser de l'1,6% interanual, clarament per sota del 3,5% del 1T, tot i que una part del que s'ha observat respon a factors transitoris (efectes de base i calendari de la Setmana Santa).

Espanya: nou escenari macroeconòmic

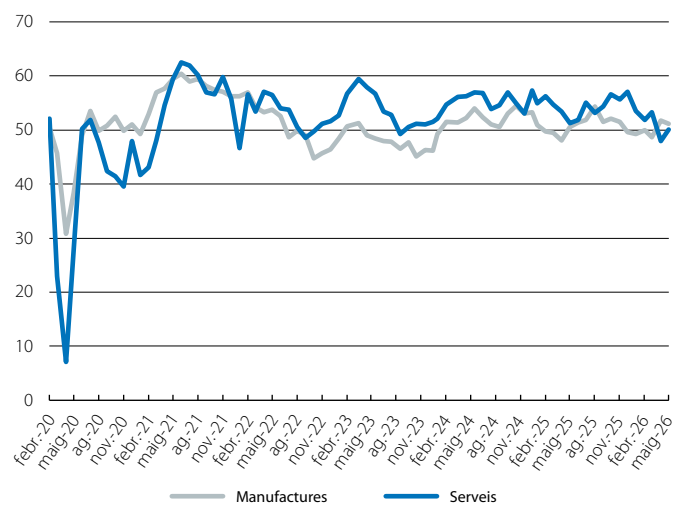
Variació anual (%), llevat que s'indiqui el contrari

	Nou escenari macroeconòmic			Escenari anterior		
	2025	2026 (p)	2027 (p)	2025	2026 (p)	2027 (p)
PIB	2,8	2,1	1,8	2,8	2,4	2,0
Taxa d'atur (% de població activa)	10,5	9,8	9,3	10,5	9,8	9,2
Inflació	3,7	3,5	2,7	2,7	2,4	2,2

Font: CaixaBank Research.

Espanya: PMI

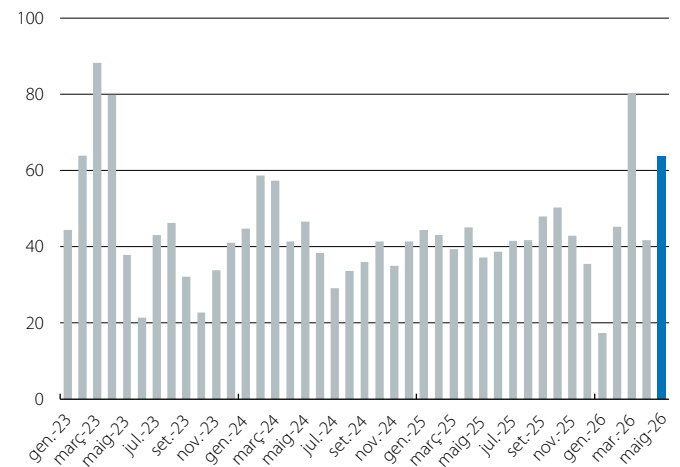
Nivell



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social *

Variació intermensual (milers de persones)



Nota: * Sèrie corregida d'estacionalitat.

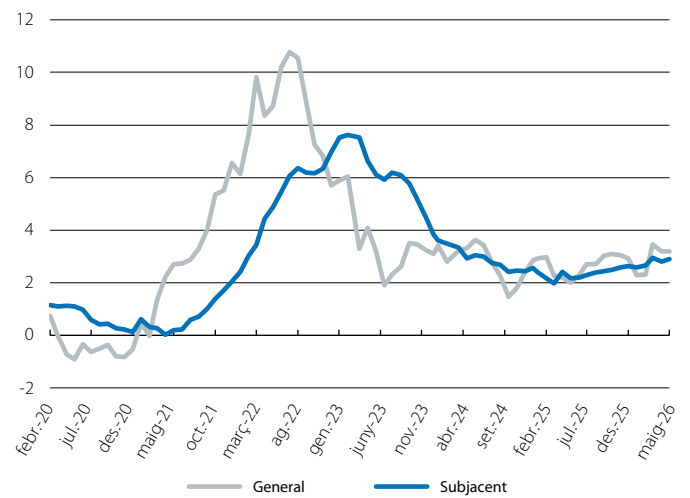
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions.

La inflació continua per damunt del 3% per l'energia. Les noves previsions de CaixaBank Research eleven la inflació al 3,5% el 2026 i al 2,7% el 2027, en relació amb el 2,4% i el 2,2% anteriors. L'escenari incorpora un impacte directe de la guerra de l'Iran el 2026, per la via dels preus energètics, i el 2027, per la via dels efectes indirectes (trasllat gradual i moderat als béns industrials i als aliments). La dada avançada del maig s'ha alineat amb l'escenari: inflació general del 3,2% (com a l'abril) i subjacent del 2,9% (1 dècima per damunt). Crida l'atenció el repunt als serveis (6 dècimes, fins al 4,0%), pel transport i per les activitats recreatives, en part per un rebot després d'un abril anòmalament baix per efectes de calendari. Al juny, s'espera un repunt temporal concentrat en l'energia després de la retirada dels descomptes fiscals en l'electricitat i en el gas. Amb uns preus coherents amb els futurs actuals, la inflació es podria situar al voltant del 4% al juny i exhibir una senda descendent després.

Bon funcionament de la balança per compte corrent, que, amb dades fins al març, amb prou feines es veu afectada per la guerra de l'Iran. El superàvit del compte corrent es va situar en el 3,0% del PIB (acumulat d'un any), d'acord amb la dada registrada un any abans i amb els fonaments de la nostra narrativa: una economia resilient malgrat la incertesa, amb el suport encara del fort dinamisme dels serveis, tant turístics com no turístics, que compensa amb escreix el deteriorament del saldo de béns en un context de major fortalesa de la demanda interna i de disruptions geopolítiques. El superàvit turístic es va situar en el 4,1% del PIB i manté l'embranchida malgrat una lleugera moderació pel major creixement de les importacions turístiques, una tendència que es podria reforçar arran del possible redireccionament dels fluxos turístics per la guerra al Golf. Els serveis no turístics van augmentar de forma notable la seva contribució, fins al 3,1% del PIB, en relació amb el 2,6% d'un any enrere, gràcies al sòlid avanç de les exportacions. En el comerç de béns, l'evolució va ser més mixta: el dèficit de béns no energètics es va ampliar fins al -1,4% del PIB en un context de major dinamisme de les importacions associat a l'embranchida de la demanda interna, mentre que el dèficit energètic es va moderar fins al -1,7% del PIB. Així, malgrat les tensions recents en els preus de l'energia, el saldo energètic (acumulat de 12 mesos) encara no s'ha deteriorat.

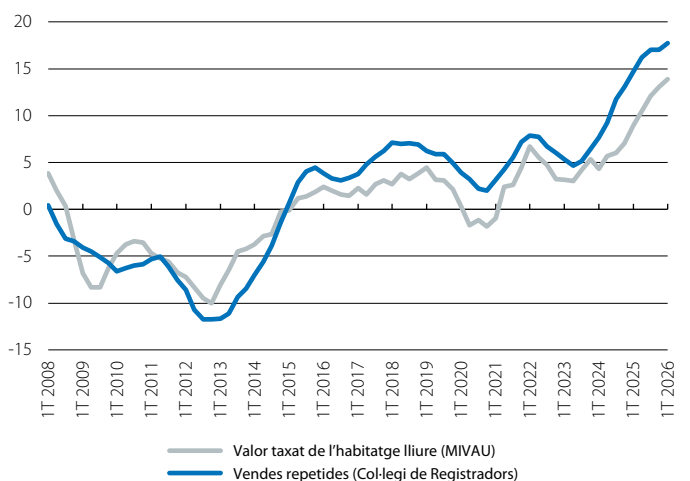
Al mercat de l'habitatge, la bretxa entre l'oferta i la demanda continua aflorant en el comportament dels preus. El creixement dels preus es va mantenir elevat en el 1T, amb un avanç del 3,8% intertrimestral i del 13,9% interanual, en el marc d'un desequilibri persistent entre una oferta insuficient i una demanda molt dinàmica. Diversos factors ja analitzats han impulsat la demanda: l'augment de les rendes, el creixement demogràfic i la fortalesa del mercat laboral. Malgrat que els visats d'obra nova han augmentat, la producció efectiva continua sense absorbir completament la demanda, la qual cosa reforça la necessitat d'accelerar l'increment de l'oferta per evitar majors tensions de preus. Aquest desequilibri ens porta a preveure que el creixement dels preus de l'habitatge continuarà sent elevat en els propers trimestres, fins i tot davant la perspectiva que el BCE apugi els tipus d'interès.

Espanya: IPC
Variació interanual (%)



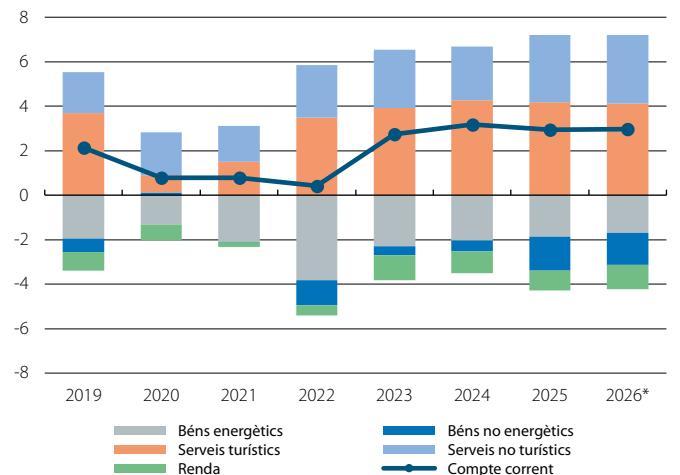
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: preu de l'habitatge
Taxa de variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, del Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana (MVAU) i del Col·legi de Registradors.

Espanya: saldo per compte corrent
(% en relació amb el PIB)



Nota: * Dades del 1T 2026, acumulat de quatre trimestres.

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

Enquesta Financera de les Famílies: Espanya no és país per a joves? (part 2, dos anys després)

Bretxa generacional: un fenomen que persisteix en renda i en riquesa

Fa dos anys, vam publicar al nostre *Informe Mensual* el Focus «Enquesta Financera de les Famílies: Espanya no és país per a joves», en què analitzàvem l'evolució de les diferències entre les llars joves espanyoles i les d'altres generacions –l'anomenada bretxa generacional– en termes de renda i de riquesa, així com les divergències en les taxes de propietat de l'habitatge i en el nivell d'endeutament. L'anàlisi es basava en les dades de l'Enquesta Financera de les Famílies del 2022 (EFF 2022), elaborada pel Banc d'Espanya.

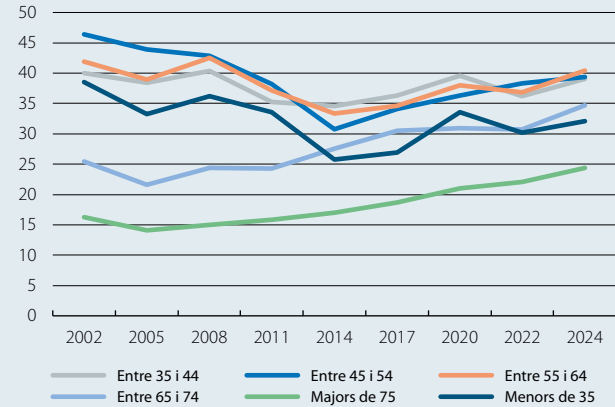
En aquell article, es documentava un empitjorament de la posició relativa de les llars joves en relació amb la resta de generacions, especialment pel que fa a la riquesa. Dos anys després, amb la novena onada de l'EFF 2024 ja disponible, a partir de 6.250 enquestes a llars, que permeten caracteritzar la distribució de les principals variables de renda i de riquesa de les 19,5 milions de llars espanyoles, és moment de revisitar aquells resultats i analitzar si aquestes conclusions continuen vigents.

A nivell agregat, l'EFF documenta que la renda mitjana¹ de les llars espanyoles va assolir un màxim històric en termes reals el 2023^{2,3} (36.100 euros, preus del 2024) i va superar el nivell del 2001 després de créixer un notable 3,8% anual entre el 2021 i el 2023. La riquesa bruta mitjana de les llars també ha augmentat i ha assolit els 195.650 euros el 2024, després de créixer en termes reals l'1,7% a l'any des del 2022. Gairebé se situa en nivells del 2014, tot i que encara es manté molt lluny del pic de la bombolla.

Aquesta evolució agregada tant en renda com en riquesa amaga importants diferències entre generacions. En el període més recent, entre el 2021 i el 2023, la renda bruta de les llars joves⁴ (amb un cap de família menor de 35 anys) ha crescut a un ritme del 3,1% anual, una mica per sota de l'agregat; la de les llars entre 35-44 anys, el 3,9%, a l'una amb l'agregat, i la de les llars entre 45-54 anys, amb prou feines l'1,4%. En canvi, impulsada, en bona part, per la indexació de les pensions a la inflació, la renda de les llars entre 65-74 anys ha augmentat a un notable 6,3% anual.

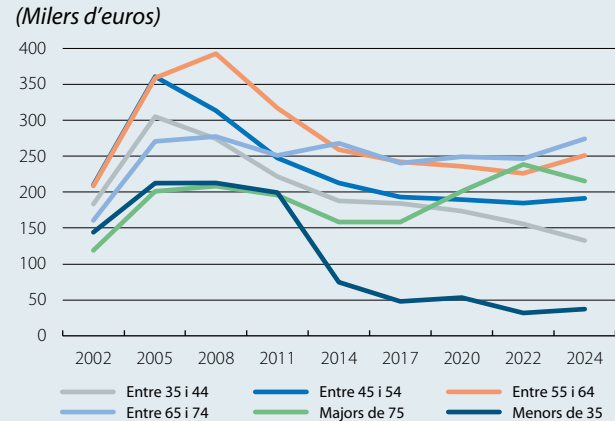
1. Renda bruta, abans d'impostos i de cotitzacions.
 2. Tots els imports d'aquest article són a preus constants del 2024, és a dir, corregits per la inflació.
 3. Les dades de renda de l'EFF 2024 corresponen al 2023 i, per a les diferents onades, són sempre de l'any previ. Per a les variables financeres, són dades de l'any de l'enquesta.
 4. La visió a nivell de llar no inclou la situació dels joves menors de 35 anys que no han format una llar (és a dir, que no estan emancipats).

Espanya: renda mitjana per grups d'edat (Milers d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Financera de les Famílies (Banc d'Espanya).

Espanya: riquesa bruta mitjana per grups d'edat (Milers d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Financera de les Famílies (Banc d'Espanya).

La comparació amb els màxims històrics de renda anteriors –assolits el 2001– continua revelant una marcada bretxa generacional. Només les llars amb un cap de família major de 65 anys han aconseguit superar aquest màxim, mentre que les llars entre 35-44 anys gairebé l'igualen (caiguda del 2,1%). En canvi, les llars joves i les situades entre els 45 els 54 anys continuen situant la seva renda bruta clarament per sota del nivell del 2001, amb reculades del 16,8% i del 15,0%, respectivament.

En el període més recent, entre el 2022 i el 2024, la riquesa bruta dels menors de 35 anys ha crescut a un notable ritme del 8,3% anual, molt superior al 0,9% agregat, impulsada per l'entrada d'una part d'aquest col·lectiu al mercat de l'habitatge durant una fase alcista del cicle immobiliari. Per la seva banda, ha caigut a una taxa anual del 7,9%

entre les llars amb membres entre els 35 i els 44 anys, mentre que ha augmentat el 5,4% anual entre les llars amb membres entre els 55 i els 74 anys.

Aquest creixement recent ha permès moderar parcialment el deteriorament acumulat des del 2014, tot i que continua sent molt significatiu: mentre que, el 2022, la riquesa bruta dels joves se situava el 57% per sota del nivell del 2014,⁵ el 2024, aquesta bretxa s’havia reduït al 50%. En comparació, la riquesa bruta se situava el 2024 el 29% per sota del 2014 per a les llars entre els 35 i els 44 anys, el 10% per a les de 45-54 anys i amb prou feines el 3% per a les de 55-64 anys. Finalment –i és aquí on s’aprecia la bretxa generacional en tota la seva magnitud–, en l’última dècada, la riquesa bruta ha augmentat el 2,1% entre les llars de 65 a 74 anys i un notable 35,9% entre les majors de 75 anys. En conseqüència, la bretxa generacional continua sent molt intensa, tant en termes de renda com de riquesa.

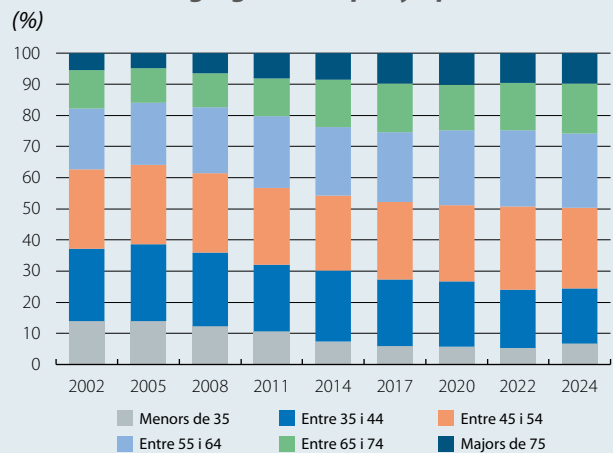
L’habitatge, factor clau de la bretxa

La principal causa d’aquesta disparitat patrimonial és la dificultat dels joves per accedir a l’habitatge en propietat, atesa la importància del maó en la riquesa de les llars a Espanya. Aquesta importància es reflecteix en el fet que els actius reals constitueixen, el 2024, el 77% del valor dels actius totals de les llars espanyoles, en relació amb el 23% dels actius financers (80 a 20 en el cas de les llars joves). La proporció de llars menors de 35 anys propietàries del seu habitatge habitual va caure del 66% el 2002 al 32% el 2022. L’EFF 2024 mostra que, per primera vegada des del 2011, aquesta taxa va repuntar lleugerament, fins a situar-se al voltant del 36% el 2024 per a aquesta franja d’edat.⁶ Malgrat això, continua sent un nivell molt baix, lluny del 85% dels majors de 64 anys. Curiosament, les llars entre 35 i 44 anys, pertanyents a la generació millennial, van veure reduir la taxa de propietat entre el 2022 i el 2024, del 62% al 56%, molt lluny del 78% registrat el 2002. No tenir habitatge en propietat –principal actiu de la riquesa familiar– implica que els joves acumulin molt menys patrimoni. D’altra banda, com els actius financers només representen una petita fracció de la riquesa total dels joves (el valor mitjà dels actius financers dels menors de 35 anys és de 6.000 euros i de 10.600 euros per a la franja entre els 35 i els 44 anys), la tinença d’habitatge continua sent el factor determinant de la bretxa generacional de riquesa. El percentatge de llars joves que posseeixen productes com fons d’inversió o accions és una mica

5. Si es prenen com a referència els anys anteriors a la Gran Recessió, les dades apareixen distorsionades per la bombolla immobiliària. Per aquest motiu, la comparació es fa amb una referència de 10 anys enrere.

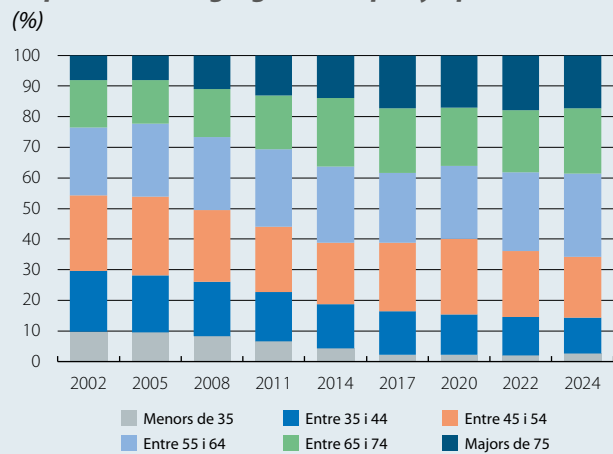
6. Un factor interessant per estudiar és el percentatge de casos amb ajudes de familiars. Segons el Consell Nacional de Notariat, el 2025, va haver-hi 225.000 donacions de pares a fills, la qual cosa representa una pujada del 13% en relació amb l’any previ.

Renda bruta agregada a Espanya per edats



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l’Enquesta Financera de les Famílies (Banc d’Espanya).

Riquesa bruta agregada a Espanya per edats



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l’Enquesta Financera de les Famílies (Banc d’Espanya).

major que fa 20 anys,⁷ però l’import dedicat continua sent relativament petit.

Llars joves: augmenta el percentatge d’hipotecats joves i disminueix la càrrega financera

L’EFF constata que el despallanquejament de les famílies va continuar el 2024. El percentatge de llars endeutades va baixar fins al 54% el 2024 (des del 57% del 2022). El saldo mitjà del deute hipotecari de l’habitatge principal a Espanya va disminuir de 69.000 euros el 2022 a 64.000 euros el 2024 (51.500 euros el 2002). En canvi, s’observa una tendència inversa per als joves, atès que el deute hipotecari va passar de 75.000 euros el 2022 a 85.000 euros el 2024 (64.000 euros el 2022) arran de l’augment del preu de l’habitatge.

7. A més a més, és la categoria d’edat amb el percentatge de tinença més alt d’altres actius financers, que inclou les cripto. El 28% de les llars joves posseeixen altres actius financers, en relació amb el 4% del 2022.

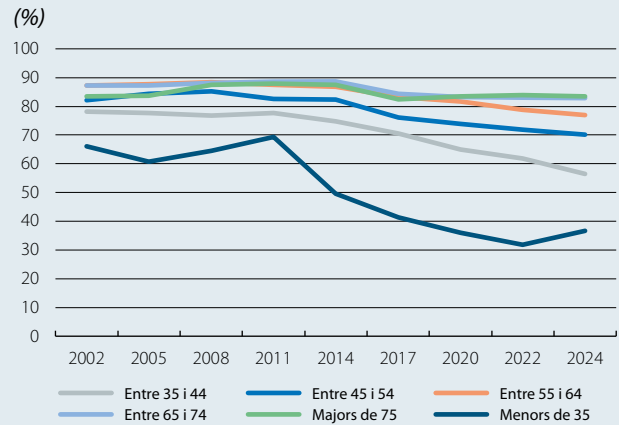
El percentatge de llars joves amb hipoteca llança unes conclusions similars a les obtingudes mirant la proporció de propietaris. El 25% de les llars menors de 35 anys tenia una hipoteca el 2024 (el 20,6% el 2022), però, el 2002, representava gairebé la meitat dels joves. En canvi, el 28% de les llars joves posseïa préstecs al consum, una dada molt similar a la del 2022, i amb un lleuger augment en relació amb el 2002 (el 23%).

Gràcies a la reducció de l'endeutament i a l'augment de la renda disponible, la càrrega financera de les llars endeutades (pagaments de deute entre renda bruta) ha baixat a nivells mínims, malgrat l'alça dels tipus d'interès escmesa pel BCE entre el 2022 i el 2024 per afrontar l'encariment energètic derivat de la guerra a Ucraïna. La mitjana de la càrrega financera s'ha situat en el 13,4% de la renda per als endeutats, i la proporció de famílies amb càrregues financeres elevades (més del 40% de la renda) es va reduir al 7,9% el 2024: en els dos casos, mínims de les últimes dècades. Aquesta fotografia positiva s'observa també quan ens centrem en les llars joves amb alguna mena de deute: la càrrega financera de les llars menors de 35 anys se situava el 2024 en el 12,2% (el 16,7% el 2002 i el 13,2% el 2022), i només al voltant del 4% de les llars joves endeutades dediquen més del 40% de la seva renda a pagar deutes.

En conclusió, l'EFF 2024 confirma que la posició financera de les llars espanyoles ha millorat en termes agregats: els ingressos han crescut amb dinamisme, la riquesa es continua recuperant, l'endeutament s'ha reduït i la càrrega financera se situa en mínims. No obstant això, les desigualtats generacionals persisteixen. La bretxa de riquesa entre les llars joves i les de major edat –forjada, en les últimes dues dècades, en gran part per la diferent capacitat d'accés a l'habitatge– es manté gairebé intacta el 2024. Mentre no es consolidi un entorn que ofereixi més oportunitats als joves i un accés més assequible a l'habitatge, les noves generacions continuaran lluny de convergir en patrimoni amb les precedents, i Espanya continuarà presentant marcades bretxes financeres intergeneracionals.

*Javier Garcia-Arenas,
Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster
i Léopold Jouvent*

Espanya: llars posseïdores de l'habitatge principal per franges d'edat



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Financera de les Famílies (Banc d'Espanya).

Els comptes públics sota els raigs X: la reducció del dèficit enguany serà limitada i emergeixen importants desafiaments a mitjà termini

Al final d'abril, el Govern va remetre a la Comissió Europea l'*Informe de Progrés Anual* (IPA) del 2026, el document que recull el seguiment del pla fiscal i estructural 2025-2028 compromès amb Brussel·les. En aquest article, analitzem l'estat dels comptes públics basat en aquest informe.

L'IPA preveu un major creixement nominal del PIB el 2026 que l'estimat fa sis mesos: ha passat del 4,3% previst al novembre al 5,3% actual. Aquesta previsió juga a favor de l'ajust fiscal, ja que uns ingressos públics que creixen amb més intensitat en termes nominals faciliten la reducció del dèficit, en especial si, com ja va passar després de la guerra a Ucraïna, l'impacte de la inflació es trasllada ràpidament als ingressos, però amb més retard a les despeses. L'AIReF,¹ en canvi, preveu que el creixement del PIB nominal serà una mica més suau, del 4,8%.

El Govern encara confia reduir el dèficit enguany al 2,1% del PIB

Segons l'IPA, el dèficit públic es reduiria del 2,4% del PIB el 2025 al 2,1% el 2026. Aquesta xifra incorpora un volum rellevant de despesa extraordinària: el Govern estima que les ajudes per les borrasques del febrer tindran un cost fiscal de 4 dècimes de PIB, tot i que existeix una elevada incertesa sobre la seva execució i sobre el seu calendari. Un cop exclòs aquest element no recurrent, el dèficit del 2026 se situaria al voltant de l'1,7% del PIB, la qual cosa representa una millora notable en relació amb el 2,1% previst a la tardor. L'escenari fiscal actual també inclou les mesures energètiques per mitigar l'impacte econòmic de la guerra al Pròxim Orient, amb un cost al voltant de 2,5 dècimes de PIB.

Que la previsió de dèficit no es revisi a l'alça malgrat aquestes despeses sobrevingudes s'explica, en gran part, pel bon tancament del 2025: el dèficit, un cop exclòs l'impacte per la DANA, va ser del 2,2% del PIB, en relació amb el 2,5% previst inicialment. Així mateix, el dèficit del 2025 va incorporar 2 dècimes de despeses *one-off* associades a sentències judicials adverses, entre elles la devolució de l'IRPF als mutualistes. Un altre factor que contribueix a evitar una revisió a l'alça és el major creixement dels ingressos tributaris, especialment per IVA, derivat d'una inflació més alta del que s'anticipava abans de la guerra.

Així i tot, l'escenari de l'IPA és més optimista que el de l'AIReF, que estima un dèficit del 2,6% del PIB el 2026 (o del 2,2% si s'exclouen les despeses associades a les borrasques). Aquesta diferència s'explica, principalment, pel costat de la despesa: l'AIReF projecta 3,5 dècimes més en ter-

1. Vegeu l'*Informe de seguiment 2026 del Pla Fiscal i Estructural a Mitjà Termini 2025-2028*, de maig del 2026.

Quadre pressupostari de l'Informe de Progrés Anual

Elements clau	% del PIB 2024	% del PIB 2025	% del PIB 2026 (p)
Ingressos públics *	40,9	41,7	42,2
Impostos indirectes (IVA...)	11,1	11,3	11,3
Impostos directes	12,5	13,1	13,7
Impostos de capital	0,4	0,4	0,3
Cotitzacions socials	13,2	13,3	13,4
Altres ingressos **	3,7	3,6	3,5
Despesa pública *	44,2	44,1	44,2
Remuneració d'assalariats	10,8	10,8	10,5
Prestacions socials (no en espècie)	16,9	17,0	17,1
Formació bruta de capital (nacional)	2,4	2,5	2,7
Despesa en interessos	2,4	2,4	2,5
Subvencions	1,2	1,2	1,3
Saldo públic	-3,2	-2,4	-2,1
Saldo públic excl. DANA i inundacions	-2,9	-2,2	-1,6
Saldo estructural	-3,0	-2,7	-1,9
Deute públic	101,6	100,7	99,3

Notes: * Sense transferències de la UE. ** Rendes netes de la propietat.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Informe de Progrés Anual del Govern d'Espanya.

mes de PIB (1 dècima per l'increment de les remuneracions dels assalariats públics i la resta per altres despeses no explicitades), així com 1,5 dècimes menys d'ingressos tributaris. A CaixaBank Research, preveiem un dèficit del 2,3% del PIB, entre l'IPA i l'AIReF, estimació molt pròxima al 2,4% de la Comissió Europea i coherent amb un creixement del PIB nominal del 5,1%, també a mig camí entre les previsions d'aquestes institucions.

L'IPA preveu que la despesa pública² es mantindrà gairebé estable i que passarà del 44,1% del PIB el 2025 al 44,2% el 2026, tot i que amb canvis en la seva composició: la despesa en defensa augmentaria en 2 dècimes, fins a l'1,2% del PIB;³ les transferències socials creixerien lleugerament per damunt del PIB nominal, i les remuneracions dels assalariats clarament per sota. La despesa en interessos repuntaria del 2,4% al 2,5% del PIB, la qual cosa reflectiria un entorn de tipus una mica més elevats.

Pel que fa als ingressos públics, l'IPA projecta que augmentaran el seu pes en el PIB en 5 dècimes enguany, fins al 42,2% del PIB. Aquest increment serà menor que el del

2. Tant la despesa com els ingressos exclouen les transferències de la UE.

3. L'ús de la metodologia OTAN és diferent i el situa ja en el 2,0% del PIB el 2025, però ho fa amb un perímetre més gran, que inclou, per exemple, les pensions dels militars retirats.

2025, en part a causa de les reduccions fiscals implementades en resposta al xoc energètic. Així i tot, el dinamisme continuaria sent notable, en especial en la imposició directa, la recaptació de la qual guanyaria prop de 6 dècimes de PIB (+22.000 milions d'euros), impulsada per la fortlesa del mercat laboral, pel creixement dels guanys de capital i per diverses mesures tributàries, com la no deflactació de l'IRPF i la introducció d'un tipus mínim del 15% en l'impost de societats per a multinacionals. La recaptació per impostos indirectes creixeria de forma més moderada que la dels directes, de manera que el seu pes sobre el PIB es mantindria igual que el 2025.

Regles fiscals europees: compliment fins a la data, però desafiaments a mitjà termini

Les regles fiscals europees se centren en una regla de despesa. La regla de despesa va fixar, fa dos anys, una senda de creixement màxim de la despesa primària computable (exclusos els *one-offs*, per exemple, les despeses associades a la DANA o a altres borrasques),⁴ neta de mesures d'ingressos, coherent amb una trajectòria descendent del deute públic. En el cas d'Espanya, es va acordar que era necessari un ajust anual del saldo estructural primari d'almenys 0,42 p. p. La senda de creixement màxim de la despesa es va construir a partir de les previsions de creixement potencial i del deflactor elaborades el 2024, així com de l'ajust fiscal acordat per reduir el dèficit i el deute. Així mateix, és coherent amb una reducció sostinguda del deute públic, al voltant d'1 p. p. del PIB a l'any de mitjana el 2025-2031. La regla permet que el creixement de la despesa computable superi la senda acordada, però només fins a un límit: fins al 0,3% del PIB cada any i fins al 0,6% del PIB en l'acumulat des del 2024. Cal destacar que el compte acumulat passa a ser, a la pràctica, el que s'analitzarà per avaluar el compliment de les regles fiscals. La Comissió Europea ha aclarit que, per als països que activin la clàusula d'escapament per despesa en defensa, com acaba de fer Espanya, es passa a un seguiment centrat en les desviacions acumulades no cobertes per la clàusula mateixa.

La despesa computable neta va créixer el 4,8% interanual el 2025, per damunt del 3,7% compromès amb la Comissió. No obstant això, gràcies al fet que, el 2024, el creixement de la despesa computable va ser inferior al que es preveia, el creixement acumulat el 2024-2025 es va situar en el 9,2%, exactament en el percentatge acordat. Així, Espanya va complir les regles fiscals el 2025.

4. La despesa computable inclou la despesa pública neta de les despeses en concepte d'interessos, les mesures discrecionals relatives als ingressos, les despeses en programes de la UE compensades íntegrament amb els ingressos procedents dels fons de la Unió, la despesa nacional en cofinançament de programes finançats per la Unió, els elements cíclics de la despesa en prestacions d'atur i les mesures puntuals i altres mesures de caràcter temporal.

Regles fiscals europees: escenari AIREF

	2024	2025	2026	2027	2028
Taxa de creixement de la despesa computable acumulada màxima acordada (%)	5,3	9,2	13,0	16,6	20,1
Taxa de creixement acumulada: dades 2024-2025 i prev. AIREF 2026-2028	4,1	9,2	15,7	21,9	27,1
Desviació de compte acumulada des del 2024 (mM€)	-7,5	0,0	16,8	33,0	43,6
Despesa en defensa (mM€)	14	19	21	26	29
Desviació acumulada sense l'augment en defensa en relació amb el 2024 (mM€)	-7,5	-4,2	9,9	21,4	28,7
Desviació acumulada (% del PIB) sense l'augment en defensa	-0,5	-0,2	0,6	1,2	1,5

Font: CaixaBank Research, a partir de l'Informe de Progrés Anual i de l'AIREF.

De cara al 2026, l'IPA preveu un creixement de la despesa computable del 4,7% (inclosa la despesa en defensa i sense les rebaixes fiscals pel conflicte a l'Iran a través de les noves mesures d'ingressos), per damunt del 3,5% compromès. No obstant això, l'AIREF aprecia el risc que sigui més d'1 punt superior. En termes acumulats del 2024-2026, i exclòs l'augment de la despesa en defensa des del 2024, després de l'activació de la clàusula d'escapament, el creixement de la despesa seria del 13,3%, lleugerament per damunt del 13,0% acordat, però dins el límit de desviació tolerada del 0,6% del PIB. L'AIREF coincideix que els límits es respectaran enguany, tot i que adverteix que, si es mantenen les polítiques, se superaria el lílindar en 6 dècimes de PIB el 2027 i en 9 dècimes el 2028, la qual cosa obligaria a adoptar mesures addicionals, mitjançant un augment dels ingressos o una reducció de la despesa.

Finalment, el deute públic continuaria reculant, des del 100,7% del PIB el 2025 fins al 99,3% el 2026, segons l'IPA. Aquesta evolució incorpora els desemborsaments pendents de préstecs NGEU del Mecanisme de Recuperació i Resiliència, equivalents al 0,4% del PIB el 2026, que limiten la velocitat de reducció del deute.

En suma, Espanya avança en la reducció del dèficit i compleix les regles europees, però amb marges estrets i gràcies al dinamisme macroeconòmic. No obstant això, l'AIREF adverteix de riscos d'incompliment a partir del 2027.⁵ Per aquest motiu, la credibilitat de l'estratègia fiscal dependrà, a mitjà termini, de la capacitat per realitzar un ajust estructural en un entorn amb pressions creixents sobre la despesa pública, derivades de la demografia i de la defensa.

Javier Garcia-Arenas

5. El Govern no ofereix previsions de l'escenari fiscal més enllà del 2026.

Quines exposicions tenen els sectors d'activitat de l'economia espanyola al xoc de la guerra a l'Iran?

Després d'un 2025 marcat per la incertesa sobre la política comercial, el conflicte amb l'Iran es perfila, el 2026, com la principal font de risc per a l'economia global. Analitzem els canals d'exposició dels diferents sectors d'activitat de l'economia espanyola a aquest xoc. Ens centrem en quatre canals de transmissió: l'encariment de les energies fòssils, les tensions sobre el comerç global, els riscos directes d'aprovisionament derivats del bloqueig de l'estret d'Ormuz i el possible enduriment de les condicions financeres.

Preus de les energies fòssils

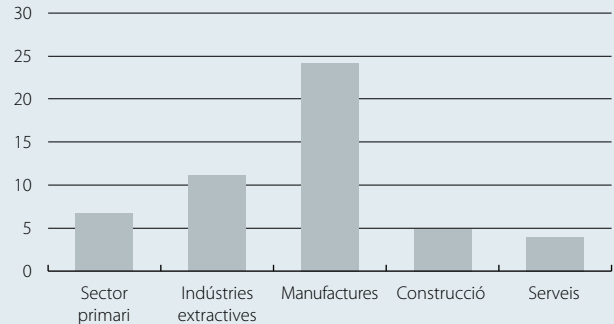
El canal més important és l'augment del cost dels *inputs* energètics fòssils, en particular del petroli i del gas.

L'exposició és molt heterogènia per branques d'activitat. Les manufactures són el sector més vulnerable: combinen una major intensitat energètica amb una elevada utilització de derivats del petroli com a *inputs* intermedis. Això és especialment rellevant en sectors com el refinatge, els plàstics i una part de la indústria auxiliar de la construcció, on l'energia no solament constitueix un cost operatiu, sinó també una primera matèria.

Malgrat que, en els últims anys, la indústria s'ha electrificat i ha reduït parcialment l'exposició als combustibles fòssils en la seva demanda d'energia, existeixen activitats, com la indústria química, que depenen directament del petroli o del gas com a primera matèria o que requereixen calor industrial d'alta temperatura, motiu pel qual es continuen enfrontant a un fort augment dels costos. Altres indústries, com la paperera, tenen un pes elevat del consum energètic sobre el valor afegit.

Tot i que la construcció i el sector primari presenten una exposició directa menor als *inputs* energètics fòssils, continuen

Pes dels inputs energètics o derivats del petroli (% sobre el valor afegit brut)



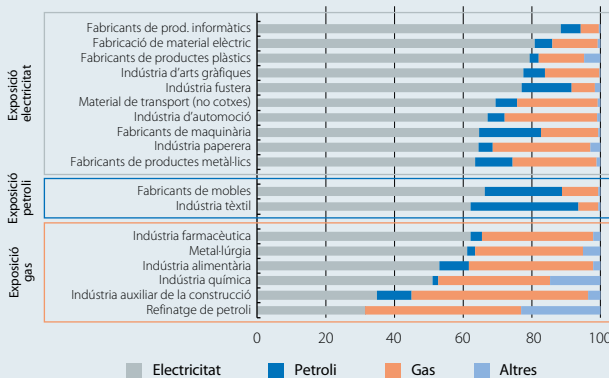
Notes: Les dades provenen de les taules d'origen-destinació del 2023. Es consideren inputs energètics o derivats del petroli el coc i els productes de refinatge de petroli i l'energia elèctrica, el gas, el vapor i l'aire condicionat. Aquests inputs no són exclusivament energètics, ja que hi ha indústries (per exemple, la manufactura de plàstics) que utilitzen derivats del petroli com a primera matèria.

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

sent sensibles a un xoc de preus per la via indirecta. En els dos casos, una part rellevant dels costos procedeix de branques proveïdores altament intensives en energia. A la construcció, la indústria auxiliar és especialment intensiva, i els seus *inputs* van representar el 18,8% del valor afegit del sector el 2023. Al sector agrari, l'exposició indirecta es concentra en els fertilitzants i en altres productes químics la producció dels quals depèn de manera significativa del gas i d'altres *inputs* energètics; aquests van representar el 10,0% del valor afegit del sector el 2023. En conseqüència, els dos sectors són vulnerables al *pass through* d'uns costos energètics més elevats a través de les seves cadenes de subministrament.

Els serveis, en canvi, presenten una exposició agregada més limitada per la seva menor intensitat energètica. La prin-

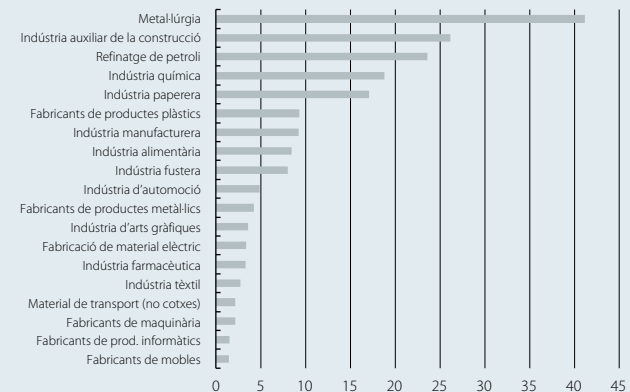
Consums energètics a la indústria manufacturera en funció del producte (% sobre el consum energètic total de cada indústria)



Notes: Les dades provenen de l'enquesta de productes energètics de l'INE i mesuren el pes dels inputs energètics, no dels inputs com a primeres matèries. Les dades del VAB provenen de la comptabilitat anual.

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

Pes del consum energètic (% sobre el valor afegit brut)



cipal excepció és el transport, on el pes dels combustibles en l'estructura de costos continua sent elevat. També es podrien veure afectats alguns serveis vinculats al turisme, a la distribució i a la logística, en la mesura que absorbeixin uns costos més elevats de mobilitat i d'aprovisionament.

Comerç global

La complexitat de l'entorn geopolític introdueix riscos en el comerç global tant pel costat de la demanda com pel costat de l'oferta. Pel costat de la demanda, un creixement global menys favorable i amb impactes asimètrics entre mercats incrementa la vulnerabilitat per als sectors amb una major dependència exportadora. Pel costat de l'oferta, malgrat que no s'anticipa una disrupció generalitzada de les cadenes globals de valor comparable a l'observada després de la pandèmia, determinades cadenes es podrien veure sotmeses a tensions.

L'exposició als mercats internacionals és particularment elevada a les manufactures. El sector importa l'equivalent al 36,2% del valor de la seva oferta, mentre que les exportacions representen el 27,7% de la seva demanda final. Dins la indústria manufacturera, destaquen per la seva major exposició al comerç global branques com la farmacèutica, la maquinària i els vehicles de motor, totes elles integrades en cadenes de subministrament complexes i d'abast internacional.

Els serveis presenten, en agregat, una menor exposició al comerç internacional, tant en termes d'oferta com de demanda. No obstant això, existeix una forta heterogeneïtat, particularment en termes de demanda. Els vinculats al turisme, com el transport, mantenen una elevada dependència de la demanda externa. Així mateix, alguns serveis d'alta productivitat mostren una clara orientació internacional: la programació i consultoria, per exemple, registra una dependència exportadora del 28,9%, mentre que els serveis professionals, científics i tècnics presenten una exposició del 16,4%, inferior però encara rellevant.

Aquesta dimensió és rellevant perquè els sectors més productius tendeixen a ser també els més internacionalitzats. Per aquest motiu, una desacceleració del comerç global o una fragmentació més intensa de les cadenes de valor no solament afectaria el creixement per la via d'un descens de les exportacions, sinó que també podria tenir implicacions sobre la productivitat.

Importacions afectades pel tancament de l'estret d'Ormuz

En termes agregats, l'exposició directa de l'economia espanyola a la regió és limitada: amb prou feines l'1,6% del total de les importacions espanyoles procedeix de països afectats pel tancament de l'estret d'Ormuz. No obstant això, aquesta exposició es concentra en productes energètics i en determinats *inputs* químics, la qual cosa es podria traduir en disrupcions a nivell sectorial.

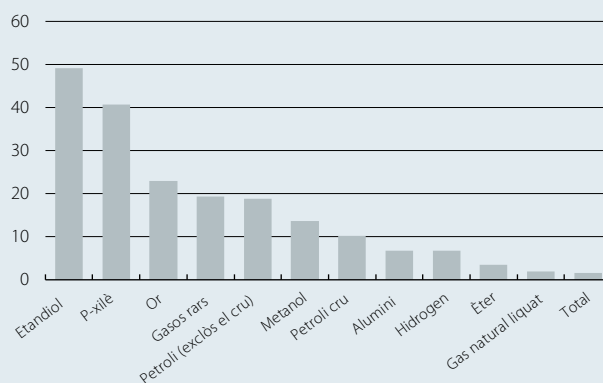
La dependència energètica és moderada. El 2025, el 10,1% del petroli cru i el 18,9% dels productes refinats importats per Espanya van procedir de països del Golf. En el cas del

Exposició sectorial al comerç global (%)

	Importacions/ oferta	Exportacions/ demanda
Sector primari	21,9	20,2
Construcció	0,1	0,5
Serveis	3,3	10,7
Manufactures	36,2	27,7
Indústria alimentària	18,3	20,0
Indústria tèxtil	61,7	37,2
Indústria fustera	19,5	15,1
Indústria paperera	23,6	19,8
Indústria química	44,0	32,6
Indústria farmacèutica	55,2	42,9
Cautxú i plàstics	30,7	22,3
Metal·lúrgia i productes metàl·lics	34,2	25,5
Productes metàl·lics, excepte maquinària i equipament	21,4	20,4
Productes informàtics, electrònics i òptics	82,1	16,6
Equipament elèctric	51,4	27,6
Maquinària i equipament n.c.a.p.	51,9	34,4
Vehicles de motor, remolcs i semiremolcs	40,2	40,8
Altres material de transport	45,2	42,7
Mobles, altres	47,4	17,9

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

Importacions clau provinents del Pròxim Orient Dependència importadora (%)



Nota: Les importacions del Pròxim Orient inclouen l'Iran, l'Iraq, l'Aràbia Saudita, Qatar, Bahrain, Kuwait i Oman.

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

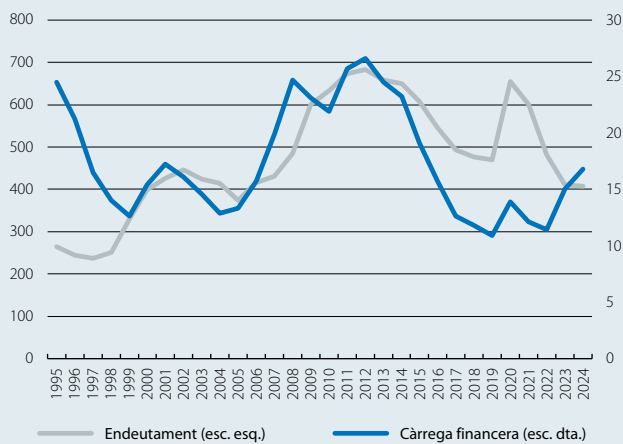
gas natural líquid, l'exposició va ser molt menor, al voltant del 2%. En conjunt, aquests tres productes van concentrar el 67,8% de les importacions espanyoles des de la regió.

Més enllà de l'energia, hi ha materials intermedis amb una dependència relativa molt més elevada. És el cas de l'etanol, del p-xilè i de determinats gasos rars, les quotes d'importació dels quals des del Pròxim Orient superen el 40% en alguns casos. Són *inputs* rellevants per a la indústria química i de plàstics. Malgrat que la dependència en aquests materials és elevada, el valor absolut d'aquestes importacions és molt baix. Per tant, la clau per al nivell de disrupció en determinades cadenes de valor industrials és la substituïbilitat, en particular a curt termini.

Els sectors més exposats a aquest risc són, per tant, el refinatge de petroli, la indústria química i, de manera indirecta,

Ràtios de posició financera

(% sobre el resultat d'exploració brut + ingressos financers)



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

les manufactures intensives en derivats petroquímics. De cara al 2026, aquest risc subratlla la importància estratègica de diversificar geogràficament els proveïdors, de reforçar els inventaris crítics i d'accelerar el desenvolupament d'alternatives tecnològiques que redueixin la dependència d'inputs importats des de regions geopolíticament vulnerables.

Augment del cost de finançament

El xoc energètic ha comportat un augment de les expectatives de pujades de tipus d'interès per part dels bancs centrals i ha provocat l'alça dels tipus d'interès de mercat (per exemple, l'euríbor a 12 mesos ha passat del 2,2% al final de febrer al 2,8% en les últimes setmanes). Aquest augment dels costos de finançament pot tenir un impacte heterogeni entre els diferents sectors.

La construcció, les activitats immobiliàries i el transport i la logística són sectors intensius en capital i, tradicionalment, han presentat ràtios de palanquejament superiors a les del conjunt de l'economia. En conseqüència, han mostrat històricament una major sensibilitat als tipus d'interès. No obstant això, el despalanquejament acumulat en els últims anys hauria d'esmoreir l'impacte d'un nou cicle de pujades.

Ràtios de posició financera

Any 2024	Endeutament històric (1995-2004)	Càrrega financera històrica (1995-2024)	Endeutament	Càrrega financera
Act. professionals	1.069,6	40,7	817,2	31,7
Activitat immobiliària	917,6	28,3	591,6	20,0
Construcció	1.070,8	35,4	516,8	22,3
Transport i logística	528,0	18,3	413,2	13,2
Total economia	472,7	17,4	407,1	16,8
Subministrament d'aigua i residus	395,2	15,1	401,9	15,4
Act. administratives	383,6	14,2	394,8	14,9
Subministrament d'energia	427,6	15,1	274,3	9,3
Hoteleria	289,3	16,1	272,7	11,7
Indústria extractiva	619,1	23,6	264,1	10,4
Sector primari	521,2	20,0	262,8	9,3
Indústria manufacturera	287,5	11,9	225,2	11,6
Oci i entreteniment	414,5	18,8	218,6	8,7
Informació	204,6	8,8	205,5	11,1
Act. sanitàries	275,1	12,8	176,1	9,6
Educació	273,1	12,8	172,3	6,7
Comerç	277,1	12,3	171,2	8,5
Sector financer	-	-	-	-
Sector públic	-	-	-	-

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

La indústria manufacturera, malgrat la seva intensitat de capital, presenta nivells de palanquejament més moderats, la qual cosa limitaria l'impacte directe de l'encariment del finançament. Per la seva banda, la majoria de les branques de serveis mantenen ràtios d'endeutament reduïdes. Destaca l'hoteleria, que, després del fort augment del deute durant la pandèmia, ha aconseguit situar el palanquejament per sota de la seva mitjana històrica.

En definitiva, l'economia espanyola afronta el xoc de la guerra a l'Iran des d'una posició de fortaleza transversal. Malgrat això, l'exposició dels sectors d'activitat a aquests canals de transmissió és heterogènia. Les manufactures combinen una major dependència energètica i una exposició al comerç global, i la construcció és sensible, a més dels preus de l'energia, als costos de finançament. Preveiem que els serveis mostraran una major resiliència, tot i que amb excepcions rellevants en transport i logística, més exposats a l'encariment dels combustibles i a una potencial desaceleració de la demanda externa. En conjunt, l'impacte agregat hauria de ser contingut, però amb riscos sectorials significatius allà on conflueixen la intensitat energètica, una baixa substituïbilitat dels inputs, l'orientació exterior i un major palanquejament.

David Cesar Heymann

Escenari macroeconòmic per a Espanya: resiliència en temps d'incertesa

L'escenari macroeconòmic torna a estar condicionat per un conflicte geopolític. La crisi entre els EUA i l'Iran, iniciada fa més de tres mesos, es manté sota una fràgil treva. No obstant això, l'estret d'Ormuz continua tancat, la qual cosa constitueix, ara com ara, la derivada més perjudicial per a l'economia mundial. Espanya afronta aquest episodi des d'una posició de fortalesa, però l'encariment de l'energia i el deteriorament de l'entorn internacional restaran dinamisme a l'activitat i elevaran la inflació. Per aquest motiu, revisem el creixement del PIB fins al 2,1% el 2026 i l'1,8% el 2027, en relació amb el 2,4% i el 2,0% previstos amb anterioritat. La revisió és moderada i no altera el diagnòstic d'una economia que creix amb dinamisme.

Un punt de partida sòlid

L'economia va arribar a l'esclat del conflicte amb una inèrcia positiva. En el 1T 2026, el PIB va avançar el 0,6% intertrimestral, 1 dècima més del que es preveia, i la composició va ser favorable: el consum privat va continuar sent el principal motor de creixement, les exportacions de serveis van mantenir un bon to i la inversió va consolidar els guanys dels trimestres anteriors.

La nota menys positiva va tornar a procedir de les exportacions de béns. La seva feblesa encaixa amb un context marcat pel gir proteccionista dels EUA i per les disrupcions associades al conflicte al Pròxim Orient. Així i tot, el balanç del trimestre va ser positiu: l'economia va continuar creixent a un ritme elevat i amb suports diversificats.

Els primers indicadors del 2T apunten a una moderació, no a un canvi de tendència. L'ocupació continua avançant amb força i el consum manté una evolució positiva, tot i que més continguda. En canvi, alguns indicadors qualitius, com el PMI de serveis, mostren senyals de deteriorament de l'activitat i de la confiança. En conjunt, esperem que l'economia continuï creixent, tot i que a un ritme inferior a l'observat al començament de l'any.

Els supòsits del nou escenari

L'escenari suposa que el conflicte s'anirà reconduït de manera gradual en els propers mesos. Aquesta hipòtesi és coherent amb el que descompten els mercats de futurs de l'energia: preus elevats a curt termini, però amb una moderació progressiva. Això no exclou episodis puntuals de tensió, però sí que pressuposa que seran molt delimitats en el temps.

El conflicte afecta l'economia espanyola per tres vies principals.¹ La primera és la inflació, sobretot per l'encariment del petroli i del gas. La segona és la demanda externa, pel menor creixement dels socis comercials i per la disrupció d'alguns fluxos comercials. La tercera via són les condicions

macrofinanceres, a través d'una major incertesa i del previsible enduriment de la política monetària. A aquests canals se sumen esmorteïdors com les mesures fiscals de suport, l'estalvi de les llars i el turisme.

El canal energètic és el més rellevant. L'escenari incorpora un preu mitjà del petroli de 90 dòlars per barril el 2026 i una moderació fins al voltant dels 79 dòlars el 2027, encara al voltant del 20% per damunt del que es preveia abans del conflicte. En el cas del gas natural, els supòsits també es revisen a l'alça: prop de 43 euros/MWh el 2026 i 37 euros/MWh el 2027, al voltant del 40% per damunt de les previsions prèvies.²

L'impacte per la via exterior hauria de ser més contingut. La previsió de creixement de la zona de l'euro es rebaixa de l'1,3% al 0,7%, tot i que 2 dècimes responen a un punt de partida més feble després de la dada del PIB del 1T. A més a més, l'exposició comercial directa d'Espanya en exportacions de béns a la regió del golf Pèrsic és reduïda, de tot just el 0,5% del PIB. L'escenari assumeix una pèrdua del 10% d'aquests fluxos, que, juntament amb la revisió de l'entorn internacional, restaria al voltant d'1 dècima al creixement.³

Pel costat de les condicions macrofinanceres, la incertesa va repuntar al març, segons l'índex del Banc d'Espanya, però l'augment va ser moderat i es va corregir a l'abril. Pel que fa als tipus d'interès, els mercats han estat anticipant aquestes últimes setmanes que el BCE podria pujar els tipus de referència entre dues i tres vegades enguany, fins a situar el tipus *depo* en el 2,5%-2,75% al final del 2026. De fet, en alguns moments, s'ha arribat fins i tot a descomptar una quarta pujada. En qualsevol cas, l'impacte d'uns tipus d'interès més alts serà més visible el 2027 que el 2026.

Els esmorteïdors del xoc

L'escenari incorpora diversos factors de suport. El primer és la política fiscal. Les mesures anunciades al març tenien un impacte estimat de 0,3 p. p. sobre el creixement, malgrat que l'expiració anticipada d'algunes d'aquestes mesures redueix l'efecte esperat fins a prop de 0,2 p. p.⁴ Així i tot, si les pressions sobre els carburants persistissin, algunes mesures es podrien prolongar.

El segon esmorteïdor és l'estalvi de les llars. La taxa d'estalvi se situa en el 12,0% de la renda bruta disponible, clarament per damunt de la seva mitjana històrica, propera al 8,5%. Aquest matalàs financer pot suavitzar l'impacte de la inflació sobre el consum. L'experiència del 2022 és il·lustrativa: l'augment de preus derivat de la guerra entre Rússia i Ucraï-

2. Per a més detalls sobre la previsió del petroli, vegeu l'article «[Els nous \(des\)equilibris del mercat del petroli](#)», en aquest mateix informe.

3. Per a més detalls sobre la plausibilitat del supòsit del 10%, vegeu l'article esmentat a la nota 1.

4. La rebaixa de l'IVA i d'alguns impostos especials sobre l'electricitat i el gas es preveu que decaiguin al final de març.

1. Per a una discussió més detallada, vegeu l'article «[La crisi a l'Iran: quant pot afectar l'economia espanyola](#)», a l'IM04/2026.

na va ser absorbit íntegrament per una reducció de l'estalvi, la qual cosa va permetre que el consum real continués creixent. En aquesta ocasió, suposem que els consumidors disposaran de més marge de maniobra i podran ajustar, en certa manera, les decisions de despesa de manera que l'estalvi absorbeixi la meitat de l'augment del cost de consum.

El tercer factor és el turisme. La situació al Pròxim Orient pot redirigir una part dels fluxos turístics internacionals cap a destinacions alternatives, entre elles Espanya, una dinàmica ja vista al març.⁵ Aquest impuls es podria veure limitat per les disruptcions en els vols internacionals o per la pèrdua de poder adquisitiu als mercats emissors, però, amb la informació disponible, preveiem que dominarà el primer efecte.

Creixement: menor, però encara dinàmic

El 2026, l'economia espanyola mantindrà una bona part de les característiques que van marcar l'any 2025. La demanda interna continuarà sent el principal suport, amb el suport del consum i de la inversió, mentre que les exportacions de serveis –turístics i no turístics– continuaran mostrant un bon comportament. En canvi, les exportacions de béns tindran un paper més discret, en un context de feblesa del comerç global i de tensions al Pròxim Orient. A més a més, l'avanç de les importacions necessari per atendre la demanda interna farà que la demanda externa resti creixement.

El consum privat continuarà tenint el suport del creixement demogràfic, impulsat per la immigració, i de la fortalesa de l'ocupació. La inversió es continuarà beneficiant del desplegament dels fons europeus NGEU. Atès que el 2026 és l'últim any de vigència del programa, l'escenari contempla l'execució íntegra dels fons abans de la data límit.

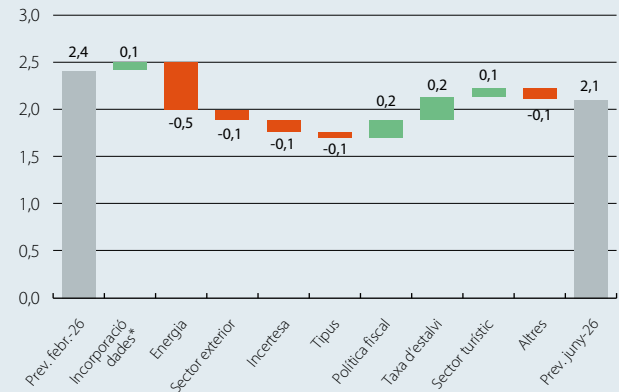
La revisió del PIB per al 2026 reflecteix el balanç entre els canals negatius del conflicte i els factors de suport (vegeu el gràfic). L'encariment de l'energia és, amb diferència, el principal llast, al qual se sumen el deteriorament del sector exterior, l'augment de la incertesa i l'impacte d'uns tipus d'interès més alts. En sentit contrari, la política fiscal, l'ús parcial de l'estalvi i les millors perspectives turístiques limiten l'ajust.

En conjunt, la previsió de creixement del PIB es revisa 0,3 p. p. a la baixa el 2026, fins al 2,1%, i 0,2 p. p. el 2027, fins a l'1,8%. La revisió del 2027 s'explica gairebé íntegrament per l'impacte dels tipus d'interès més alts. Malgrat això, l'economia continuaria creixent, de mitjana, prop del 2% anual.

L'impacte més visible del conflicte es produirà sobre els preus. La previsió d'inflació per al 2026 es revisa del 2,4% al 3,5%, principalment per l'augment del petroli i del gas. L'estimació incorpora també l'efecte de les rebaixes temporals de l'IVA i d'altres impostos especials sobre carburants, gas i electricitat, que moderen parcialment l'impacte sobre l'IPC.

Espanya: revisió del creixement del PIB el 2026

Variació (% i p. p.)



Nota: * Inclou l'impacte mecànic derivat de la incorporació de la revisió de la dada del PIB del 4T 2025 i de la dada del 1T 2026.

Font: CaixaBank Research.

El 2027, la inflació se situaria en el 2,7%, en relació amb el 2,2% previst amb anterioritat. Aquest any aflorarien amb més claredat els efectes indirectes de l'encariment energètic, a mesura que els productors traslladin una part de l'augment dels costos energètics a altres béns i serveis. Les parts dels béns industrials i dels aliments serien les més afectades. En aquest últim cas, a més a més, hi podria influir també la menor oferta global de fertilitzants, en especial d'urea, procedents del golf Pèrsic.

L'escenari no contempla efectes de segona ronda de gran importància. La naturalesa temporal del xoc, l'absència de pressions inflacionistes de base intenses i l'actuació prevista del BCE haurien d'evitar una acceleració substancial dels salaris.

Riscos: una incertesa superior a l'habitual

La incertesa és elevada i els riscos estan esbiaixats a la baixa. El principal factor serà la durada del bloqueig de l'estret d'Ormuz. Si es prolongués diversos mesos, les implicacions serien substancials: més inflació, més deteriorament de la demanda externa i un possible impacte negatiu sobre el turisme. A més a més, en aquest context, el BCE es podria veure obligat a pujar més els tipus i la confiança de les llars i de les empreses se'n ressentiria amb més intensitat.

També hi ha riscos a l'alça. Si el bloqueig s'aixequés en les properes setmanes, els preus energètics es podrien moderar amb més celeritat i la confiança es recuperaria abans del previst i afavoriria un comportament més positiu de l'activitat. Així mateix, el suport fiscal podria ser superior al contemplat en l'escenari i la taxa d'estalvi de les llars podria absorbir una part major del xoc sobre el consum.

Oriol Carreras Baquer

5. Vegeu l'article «[Què ens diuen les dades d'alta freqüència sobre el turisme internacional a Espanya després de l'esclat de la guerra a l'Iran?](#)», a l'IM05/2026.

Espanya: les claus del creixement regional el 2026

La nova previsió de creixement del PIB per comunitats autònomes el 2026 dibuixa un panorama heterogeni: les regions de l'arc mediterrani i dels arxipèlags creixeran amb més vigor, mentre que la cornisa cantàbrica i una bona part de l'interior registraran ritmes més modestos.

L'heterogeneïtat s'explica per una combinació de diferències estructurals i demogràfiques, així com per una exposició desigual als xocs externs. A les comunitats amb més pes de la demanda interna, l'embranchada del consum i dels serveis –reforçada, a més a més, per un fort dinamisme demogràfic– permet mantenir taxes de creixement superiors a la mitjana. En canvi, les regions amb una major especialització en indústries intensives en energia i més exposades a l'exterior avançaran a un ritme menor, llastades per l'augment dels costos productius i per la feblesa de la demanda externa.

El creixement de la població, impulsat, principalment, per la immigració, s'ha convertit en un pilar rellevant del cicle econòmic. D'una banda, reforça la demanda interna, ja que augmenta el consum i accelera la creació de llars, i, de l'altra, amplia l'oferta de treball, ja que augmenta la força laboral i sosté el dinamisme de l'ocupació. Aquesta doble palanca contribueix a explicar el major vigor de l'activitat allà on l'impuls demogràfic és més intens i actua, en conjunt, com un esmorteïdor d'un entorn extern més advers.

D'altra banda, la incertesa geopolítica reforça l'atractiu d'Espanya com a destinació turística refugi i redirigeix una

part dels fluxos de viatgers internacionals cap al país. Aquest context atorga un major protagonisme al sector turístic com a motor del creixement regional i impulsa, en especial, les comunitats insulars i mediterrànies, ja molt dinàmiques en turisme, així com les regions de l'anomenada «Espanya verda», que guanyen visitants nacionals com a alternativa vacacional.

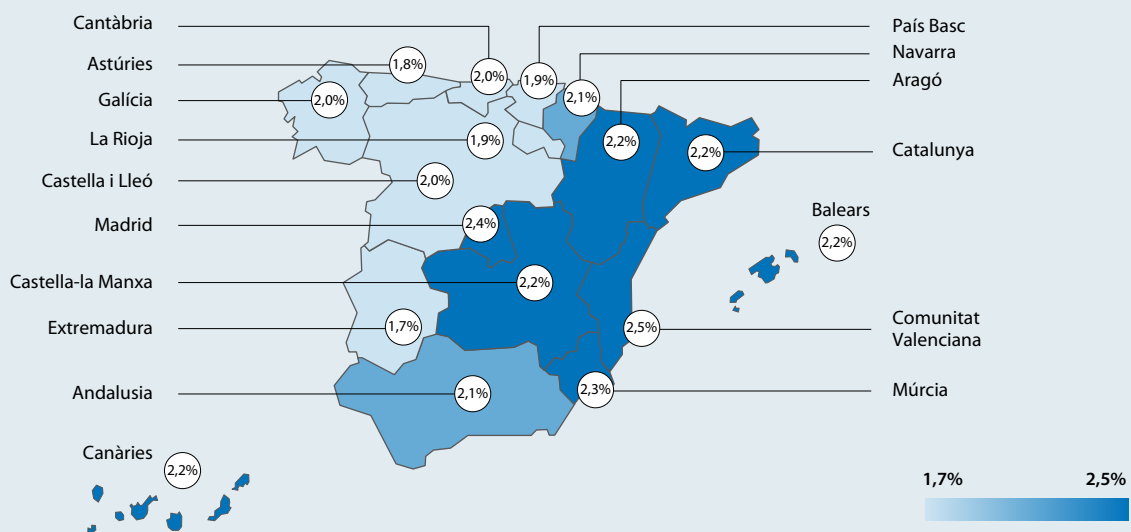
En canvi, el xoc energètic derivat del conflicte al Pròxim Orient copeja amb més intensitat les regions de perfil manufacturer. Les regions industrials del nord, amb una elevada especialització en semimanufactures i en béns d'equipament, afronten una escalada de costos en sectors com la siderúrgia o la química. Al seu torn, la feblesa de l'economia europea i les tensions comercials afecten especialment els territoris amb una major exposició a mercats i a productes subjectes a increments aranzelararis.

Així i tot, l'economia espanyola compta amb esmorteïdors rellevants. L'execució final dels fons europeus Next Generation EU el 2026 continuarà actuant com una palanca clau d'inversió en diferents territoris. També sorgeixen nous vectors d'impuls: per exemple, l'augment de la despesa en defensa podria ser un estímul a les regions amb un teixit industrial militar i tecnològic.

En definitiva, cada comunitat afronta el xoc amb fortal·leses i amb vulnerabilitats pròpies, però, en conjunt, la resiliència del mercat intern espanyol preval com a suport clau del creixement autonòmic del 2026.

Nuria Bustamante

Espanya: previsió del creixement del PIB el 2026



Font: CaixaBank Research.

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	03/26	04/26	05/26
Indústria									
Índex de producció industrial	0,4	1,3	1,4	2,4	1,8	0,4	1,9	2,0	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,3	-5,0	-3,9	-3,2	-4,4	-5,0	-4,2
PMI de manufactures (valor)	52,2	50,9	50,0	52,6	51,1	49,3	48,7	51,7	51,2
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	16,7	8,8	14,8	7,9	8,8	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	9,7	11,5	22,9	18,8	11,5	5,6	5,6	...	...
Preu de l'habitatge	8,4	12,7	12,7	12,8	12,9	...	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	10,1	3,2	6,3	4,3	3,2	2,7	2,7	2,3	...
PMI de serveis (valor)	55,3	54,5	52,2	54,2	56,4	52,9	53,3	47,9	50,1
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	1,7	4,3	5,2	4,4	4,1	3,4	4,1	0,8	...
Matriculacions d'automòbils	7,2	12,9	13,7	16,9	8,0	7,6	11,7	8,4	-0,8
Indicador de sentiment econòmic (valor)	103,1	103,1	102,3	102,8	104,3	105,1	103,5	102,6	102,5
Mercat de treball									
Població ocupada ²	2,2	2,6	2,7	2,6	2,8	2,4	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	11,3	10,5	10,3	10,5	9,9	10,8	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social ³	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,3	2,5	2,4	2,5
PIB	3,5	2,8	2,9	2,7	2,6	2,7	...	...	...

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	03/26	04/26	05/26
General	2,8	2,7	2,2	2,8	3,0	2,7	3,5	3,2	3,2
Subjacent	2,9	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9	2,8	2,9

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	03/26	04/26	05/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,2	0,7	2,0	0,8	0,7	0,2	0,2	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,1	4,6	4,1	4,6	4,6	1,7	1,7	...	...
Saldo corrent	50,7	49,4	48,5	48,2	49,4	50,9	50,9	...	...
Béns i serveis	66,3	64,5	64,0	62,5	64,5	69,5	69,5	...	...
Rendes primàries i secundàries	-15,7	-15,1	-15,5	-14,3	-15,1	-18,7	-18,7	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	68,7	66,6	67,5	66,6	66,6	67,8	67,8	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers⁴

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	5,1	4,8	3,9	4,9	4,8	5,5	5,5	5,5	...
A la vista i preavis	2,0	6,7	5,0	7,2	6,7	7,1	7,1	6,2	...
A termini i cessions temporals (repo)	23,5	-4,7	-1,5	-6,6	-4,7	-2,2	-2,2	2,1	...
Dipòsits d'AP ⁵	23,1	4,9	25,5	7,2	4,9	5,0	5,0	8,7	...
TOTAL	6,3	4,8	5,4	5,1	4,8	5,5	5,5	5,8	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	3,5	2,6	2,8	3,5	3,8	3,8	2,9	...
Empreses no financeres	0,4	2,9	2,5	2,3	2,9	3,7	3,7	3,7	...
Llars - habitatges	0,3	3,5	2,3	2,9	3,5	3,7	3,7	3,7	...
Llars - altres finalitats	2,3	4,5	3,5	3,7	4,6	4,3	4,3	-1,3	...
Administracions públiques	-2,6	10,7	5,3	12,9	10,7	8,1	8,1	9,9	...
TOTAL	0,5	3,9	2,7	3,4	3,9	4,1	4,1	3,4	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,3	2,7	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	...	...

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.

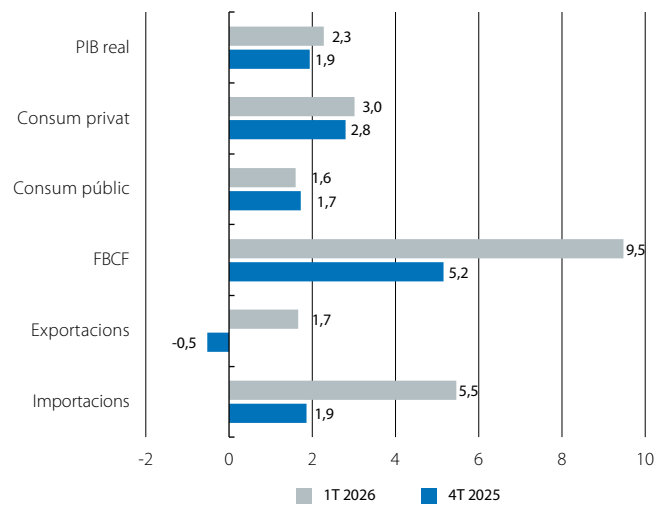
La inversió i el consum privat continuen donant suport a l'activitat portuguesa

Estancament del PIB en el 1T. En termes inter trimestrals, el PIB es va estancar en el 1T 2026, mentre que, en termes interanuals, va registrar un creixement del 2,3%. Aquest funcionament deriva de la millora de la contribució de la demanda interna i d'una contribució més negativa de la demanda externa. En concret, la demanda interna va contribuir amb +4,1 p. p. al creixement interanual (vs. +3,1 p. p. en el 4T), secundada per l'acceleració de la formació bruta de capital fix (el +9,5% interanual en el 1T). La demanda externa va destacar l'acceleració de les importacions (el +5,5% interanual vs. l'1,9% anterior), associada a l'elevat contingut importador de la inversió. Els indicadors disponibles suggereixen que, en el 2T, l'activitat es mantindrà moderada però en expansió. L'indicador de confiança econòmica de la Comissió Europea es va situar en 101 punts a l'abril i al maig (vs. els 103,7 punts del 1T), per damunt de la mitjana històrica de 100 punts. En aquest context, revisem a la baixa la nostra previsió de creixement per al 2026, del 2,1% a l'1,8%. Malgrat l'entorn extern advers, factors interns limitaran l'impacte desfavorable del conflicte al Pròxim Orient. Malgrat que la demanda externa continuarà afeblida pel baix creixement dels principals socis comercials, la demanda interna sostindrà el creixement, tant a través de la inversió com del consum, que tindran el suport d'una inversió pública encara robusta, amb l'entrada en l'últim any del PRR, i del dinamisme del mercat laboral.

La inflació s'enquista al maig per damunt del 3%. L'estimació ràpida de l'INE mostra que, al maig, la inflació es va mantenir sense canvis en relació amb l'abril (general en el 3,3% i subjacent en el 2,2%), impulsada per l'encariment de l'energia (el +13,2% interanual) i dels aliments no elaborats (el +5,7%). Davant la prolongació del conflicte al Pròxim Orient, l'elevada incertesa i la persistència dels preus del petroli i del gas natural en nivells elevats, revisem a l'alça la previsió d'inflació per al 2026, fins al 2,9%, 0,8 p. p. per damunt de la previsió anterior.

L'ocupació i el turisme mantenen ritmes de creixement encara notables. A l'abril, l'ocupació ha mantingut un bon to, amb un creixement del 2,3% interanual, i ha assolit un nou màxim històric de 5.344.700 ocupats. Al mateix temps, la taxa d'atur ha caigut fins al 5,7% (-0,5 p. p. en comparació amb el mateix mes de l'any anterior). Per la seva banda, la balança per compte corrent ha registrat un dèficit de 616 milions d'euros fins al març, 809 milions menys que en el mateix període de l'any anterior, que s'explica per l'empitjorament del saldo de la balança de béns de 779 milions d'euros, associat al creixement de les importacions de béns no energètics. El saldo de la balança de serveis també s'ha reduït (-202 milions d'euros, el -3,0% interanual), a causa de la disminució del superàvit de la balança de serveis no turístics. La balança turística ha vist augmentar el seu superàvit en 140 milions d'euros (el +3,5% interanual), un creixement que s'hauria de mantenir en els propers mesos, atès el creixement continuat de les pernoctacions totals i dels ingressos turístics.

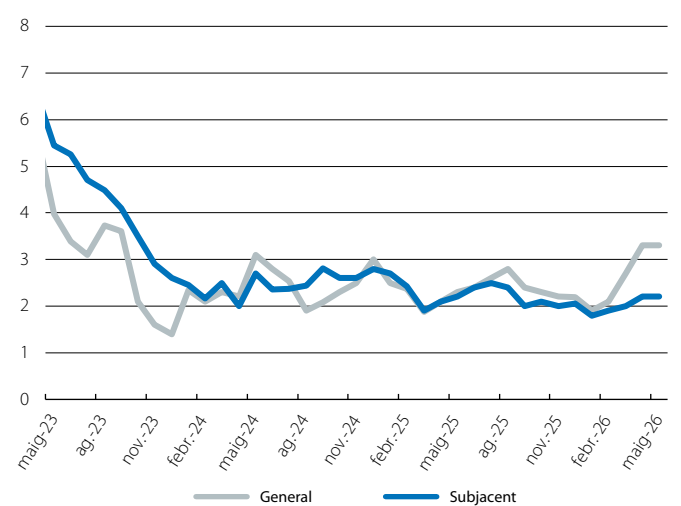
Portugal: PIB (%)



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

Portugal: IPC

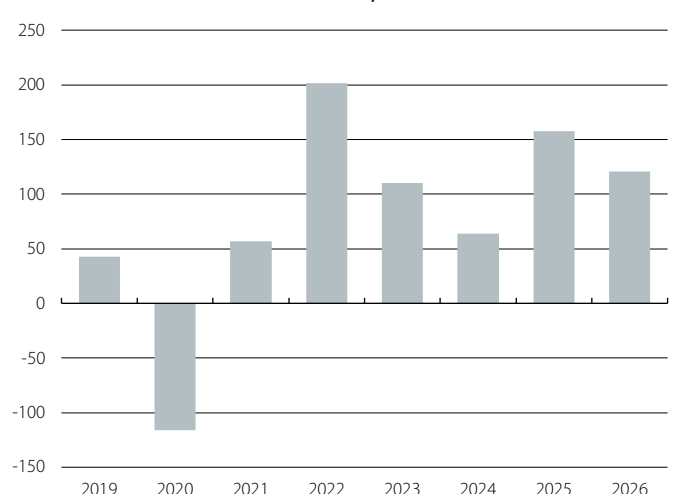
Variació interanual (%)



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

Portugal: ocupació

Variació interanual a l'abril (milers de persones)



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	03/26	04/26	05/26
Índex coincident d'activitat	2,0	2,0	1,8	2,0	2,3	2,2	2,0	1,8	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	0,7	1,4	3,3	0,6	0,3	4,1	0,0	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,2	-4,0	-4,7	-3,2	-2,9	-2,1	-2,5	-2,8	-3,5
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,5	20,9	20,4	9,0	16,2	-4,7	12,4	...	...
Compravenda d'habitatges	14,5	15,5	15,5	3,8	-4,7	...	...	...	...
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	8,5	17,4	17,4	18,2	18,4	17,5	16,5	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	6,3	1,9	4,1	2,6	1,9	2,2	2,2	1,8	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	5,5	10,1	7,2	11,6	7,7	6,0	6,7	7,9	8,3
Consum									
Vendes comerç al detall	3,3	5,3	4,8	5,8	5,3	4,3	6,0	4,9	...
Indicador coincident del consum privat	2,8	3,4	3,5	3,1	3,2	3,0	2,7	2,2	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-18,0	-16,2	-17,9	-16,2	-15,2	-16,2	-18,7	-23,9	-27,1
Mercat de treball									
Població ocupada	1,2	3,2	2,9	3,7	3,7	2,3	2,6	2,3	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,4	6,0	5,9	5,8	5,8	6,1	5,8	5,7	...
PIB	2,2	1,9	1,7	2,2	1,9	2,3	...	...	...

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	03/26	04/26	05/26
General	2,4	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	2,7	3,3	3,3
Subjacent	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1	1,9	2,0	2,2	2,2

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	03/26	04/26	05/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	0,6	4,2	2,0	0,6	-3,0	-3,0	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	4,1	7,0	6,7	4,1	3,0	3,0	...	...
Saldo corrent	6,5	3,8	3,5	3,0	3,8	3,0	3,0	...	...
Béns i serveis	6,4	3,7	4,0	3,5	3,7	2,8	2,8	...	...
Rendes primàries i secundàries	0,1	0,1	-0,5	-0,5	0,1	0,2	0,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	9,6	8,3	6,9	7,0	8,3	7,3	7,3	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	5,4	5,4	6,3	5,4	6,4	6,4	6,9	...
A la vista i estalvi	-0,3	8,1	5,1	8,6	8,1	7,9	7,9	7,4	...
A termini i preavis	15,3	3,1	5,8	4,3	3,1	5,1	5,1	6,5	...
Dipòsits d'AP	26,7	28,7	39,6	-0,5	28,7	20,4	20,4	15,2	...
TOTAL	7,9	6,0	6,4	6,1	6,0	6,9	6,9	7,2	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,9	6,6	4,9	5,8	6,6	7,7	7,7	8,0	...
Empreses no financeres	-1,0	2,6	2,0	2,2	2,6	4,3	4,3	4,9	...
Llars - habitatges	3,0	9,3	6,4	8,0	9,3	9,9	9,9	10,1	...
Llars - altres finalitats	5,4	7,0	6,6	6,9	7,0	8,4	8,4	8,3	...
Administracions públiques	0,6	6,4	3,8	4,8	6,4	3,2	3,2	2,7	...
TOTAL	1,9	6,6	4,8	5,7	6,6	7,5	7,5	7,8	...
Taxa de morositat (%)²	2,4	2,1	2,3	2,3	2,1	0,0	...	...	...

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.



Observatori Sectorial 1S 2026

L'economia espanyola afronta la primera meitat del 2026 des d'una posició de solidesa, encara que amb una clara moderació del creixement després del fort dinamisme del 2025 i en un context internacional més advers. L'esclat de la guerra a l'Iran ha introduït un nou xoc d'oferta que està afectant de forma desigual els sectors, amb més impacte a la indústria i amb una resiliència més gran dels serveis orientats al mercat intern. Tot i això, la fortalesa de la demanda interna i l'avanç en la modernització del teixit productiu permeten absorbir l'impacte sense un deteriorament significatiu del cicle.



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.

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

Et recomanem:

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



Newsletter



CaixaBank



Pòdcast

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

© CaixaBank, S.A., 2026

© Banco BPI, 2026

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

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

