

IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 513 | JULIOL-AGOST 2026



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

La Fed de Warsh: de guiar expectatives a gestionar-les sense compromís

ECONOMIA INTERNACIONAL

Inflació europea: radiografia després del xoc del Pròxim Orient

El pròxim pressupost pren el relleu de l'NGEU en el Semestre Europeu

Europa necessita redirigir el seu elevat estalvi cap a inversions productives

ECONOMIA ESPANYOLA

El recorregut del creixement de l'ocupació a Espanya

Del menú del dia al dissabte a la nit: patrons intersetmanals del consum en restauració a Espanya

El canvi climàtic i la fidelització del turisme internacional: noves evidències per a Espanya

INFORME MENSUAL

Juliol-Agost 2026

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

Adrià Morron Salmeron i

Oriol Carreras

Coordinadors de l'*Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

[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:

3 de juliol de 2026

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *La Fed de Warsh: de guiar expectatives a gestionar-les sense compromís*

David del Val

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Inflació europea: radiografia després del xoc del Pròxim Orient*

16 *El pròxim pressupost pren el relleu de l'NGEU en el Semestre Europeu*

David Martínez Turégano

18 *Europa necessita redirigir el seu elevat estalvi cap a inversions productives*

Rita Sánchez Soliva

22 ECONOMIA ESPANYOLA

24 *El recorregut del creixement de l'ocupació a Espanya*

Zoel Martín Vilató

25 *Del menú del dia al dissabte a la nit: patrons intersetmanals del consum en restauració a Espanya*

Pedro Álvarez Ondina i Eduard Alcobé Garcia

28 *El canvi climàtic i la fidelització del turisme internacional: noves evidències per a Espanya*

David Cesar Heymann i Eduard Alcobé Garcia

31 ECONOMIA PORTUGUESA

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

El descens de la incertesa geopolítica després de la signatura de l'acord entre els EUA i l'Iran i la seva immediata translació als preus de l'energia representen un reequilibri al mapa de riscos a curt termini, just quan entrem en l'època de l'any en què les variables financeres són més sensibles a qualsevol pertorbació. La resposta del canal energètic a la incipient reobertura d'Ormuz és més intensa del que s'esperava, tenint en compte que els preus del barril de petroli gairebé han tornat a la casella de sortida (prop dels 70 dòlars), mentre que els futurs anticipen cotitzacions mitjanes fins al final del 2027 molt per sota de les hipòtesis utilitzades a la majoria dels escenaris centrals de previsió. És aviat per cantar victòria, ja que, ara com ara, només som davant el final del principi del llarg procés que comportarà la reconfiguració dels equilibris geopolítics al Pròxim Orient. L'acord no és un tractat definitiu, sinó un memoràndum d'entesa (MoU) que obre un període de 60 dies per negociar tres aspectes clau: la reobertura i la gestió de l'estret d'Ormuz (de moment, el trànsit continua sent reduït), l'alliberament dels actius iranians congelats (més les ajudes per a la reconstrucció) i la resolució del conflicte al Líban.

Per tant, no podem descartar que les negociacions es dilatin en el temps i que continuïn subjectes a una elevada volatilitat, però, en el delicat exercici que representa realitzar previsions econòmiques en els últims temps, la baixada dels preus de l'energia ha reduït automàticament els riscos de cua i la probabilitat dels escenaris més negatius (estagflació), mentre que augmenta la versemblança que tota la inestabilitat acumulada des del febrer es limiti a un xoc d'oferta moderat. De manera que, després del soroll dels últims mesos, la millora del canal energètic s'està traduint en riscos a la baixa en la inflació i a l'alça en l'activitat i, per tant, en una composició més favorable del creixement nominal mentre es reajusta la bretxa entre l'oferta i la demanda, en especial en alguns segments dels mercats de primeres matèries.

En aquest sentit, les dades d'inflació del juny a Europa (el 2,8% vs. el 3,2% del maig) mostren que la distensió energètica pot alleujar ràpidament les pressions de preus, amb descensos de la inflació harmonitzada a tres de les quatre grans economies (França, Alemanya i Itàlia). Tot i que el més important ha estat la forta reculada de les expectatives d'inflació a curt termini als dos costats de l'Atlàntic, que, d'una banda, reflecteix l'efectivitat del moderat enduriment monetari dels últims mesos i, de l'altra, augmenta la flexibilitat en la resposta dels bancs centrals mentre comproven la intensitat dels efectes de segona ronda sobre les cistelles de preus. El resultat de tot plegat ha estat un relaxament de les perspectives de política monetària amb els mercats descomptant ara només una pujada més dels tipus d'interès als EUA i a Europa, després del moviment a l'alça de 25 p. b. del BCE i del canvi de l'estratègia de comunicació a la Fed amb l'arribada de Warsh. En general, la percepció és que els bancs centrals continuaran mantenint un rumb restrictiu fins que s'acabin d'esvaïr els dubtes que envolten el complex escenari internacional, tot i que, amb els futurs cotitzats al final de juny per al petroli i per al gas, l'impacte directe de l'energia sobre la inflació general el 2026 es podria reduir en gairebé 3 dècimes en relació amb les estimacions d'un mes enrere.

Al front de l'activitat es té una mica menys de visibilitat, a l'espera de les dades de comptabilitat nacional del 2T, tot i que sembla que els efectes negatius sobre el creixement seran moderats, sobretot si es confirmen els últims senyals de millora en els indicadors de confiança de les famílies i de les empreses. Això reflecteix, una vegada més, la resiliència del cicle de negocis global i la nova embranzida de la inversió, que, després d'una dècada i mitja d'atonía, està prenent el relleu al consum privat a curt termini, gràcies a l'impuls de la IA, a la despesa en defensa, a la transició energètica i als últims efectes dels NGEU a Europa. El canvi de paradigma que implica passar de l'eficiència com a objectiu de la política econòmica a la seguretat nacional, a la resiliència industrial i a la competència tecnològica entre blocs tindrà un cost molt elevat. Ara només cal buscar el finançament i avaluar quines implicacions pot tenir el procés en el delicat equilibri entre fragilitat fiscal i financera, com ho destacava recentment el BIS. Amb l'esperança que la recerca d'un nou punt d'equilibri en l'economia mundial acabarà de manera reeixida, quan el xoc positiu de la IA sobre la productivitat compensi amb escriure els xocs negatius dels últims anys. Som aquí, amb l'economia mundial entrant en una nova era caracteritzada per dues grans transicions simultànies: la fragmentació geoeconòmica i la revolució tecnològica. En aquest context, el repte de la política econòmica és preservar la resiliència d'un sistema econòmic cada vegada més complex, interconnectat i incert. Sent conscients que la dificultat no rau tant en desenvolupar noves idees com escapar de les antigues i, per tant, alliberar-se dels marcs mentals heretats, com ho va advertir Keynes.

José Ramón Díez
Juliol-agost 2026

Cronologia

JUNY 2026

- 11** El BCE apuja els tipus d'interès en 25 p. b. i el tipus *depo* del 2,00% al 2,25%.
- 18** Signatura del memoràndum en què els EUA i l'Iran acorden un alto el foc i l'obertura de l'estret d'Ormuz.

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.

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.

Agenda

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).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (juliol).

AGOST 2026

- 3** Portugal: deute públic (juny).
- 4** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juliol).
- 5** Portugal: ocupació (2T).
- 6** Espanya: producció industrial (juny).
- 14** Portugal: salari brut mensual mitjà per treballador (2T).
- 17** Japó: PIB (2T).
- 18** Espanya: comerç exterior (juny).
- 19** Portugal: balança de pagaments (juny).
- 25** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (juny).
- 28** Espanya: avanç de l'IPC (agost).
Portugal: ràting S&P.
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (agost).
- 31** Espanya: balança de pagaments (juny).
Portugal: desglossament del PIB (2T).
Portugal: avanç de l'IPC (agost).

Economia espanyola postOrmuz

L'economia global, i també l'espanyola, ha passat els últims mesos pendent del minut i del resultat del conflicte entre els EUA, Israel i l'Iran. El tancament de l'estret d'Ormuz, artèria vital dels fluxos energètics globals, podria haver alentit el creixement o fins i tot provocar una recessió si s'hagués prolongat en el temps. L'acord assolit és fràgil, i la incertesa continua sent elevada, però Ormuz va recuperant la normalitat, i, al juny, el preu de l'energia s'ha corregit amb rapidesa fins a situar-se en nivells similars als previs al conflicte. Convé fer balanç de l'impacte del xoc fins a la data i valorar com pot encarar el futur l'economia espanyola si es consolida l'acord.

L'efecte més visible i immediat del conflicte s'ha produït sobre la inflació, que, entre el març i el juny, s'ha mantingut clarament per damunt del que esperàvem a l'inici de l'any. Ha superat el 3% i, probablement, sense les mesures adoptades pel Govern, s'hauria acostat al 4%. Aquest repunt ha afectat tant la confiança empresarial com el consum de les llars, que han mostrat un perfil en forma de U entre el març i el juny. Pel costat empresarial, així ho reflecteix l'índex PMI; pel costat del consum, l'[indicador en temps real](#) elaborat per CaixaBank Research. Tots dos van registrar descensos significatius a mesura que el conflicte semblava enquistar-se i els preus de l'energia escalaven, i tots dos s'han recuperat al juny, coincidint amb l'acord i amb la correcció dels preus energètics. El PMI ha tornat a nivells similars als del gener i apunta de nou a un ritme de creixement dinàmic. Per la seva banda, el consum domèstic, després d'un mes de maig feble, ha anat recuperant el pols al llarg del juny.

El mercat laboral presenta una resposta més lenta davant els xocs macroeconòmics. Canviar de feina o contractar un treballador solen ser decisions planificades amb una certa antelació. En aquest cas, el xoc no ha estat ni prou intens ni prou persistent per alterar les dinàmiques de fons, i el 2T s'ha tancat amb un creixement de l'ocupació que continua sent globalment dinàmic i comparable amb el del 1T. A més a més, aquest dinamisme s'ha vist reforçat pel procés de regularització d'immigrants, de manera que l'ocupació total, de fet, ha crescut lleugerament per damunt del ritme observat en el 1T.

Finalment, convé destacar l'únic àmbit en què el conflicte ha tingut un impacte positiu des del punt de vista macroeconòmic: el sector turístic. Després del fort creixement registrat en els últims anys, esperàvem que, el 2026, els fluxos turístics continuessin augmentant, però a un ritme més moderat. Aquesta era la tendència fins a l'esclat del conflicte, moment en què el creixement del sector es va tornar a accelerar. Espanya és percebuda com una de les destinacions més segures, i, com en altres ocasions, molts turistes europeus han modificat els seus plans per visitar-nos. Les últimes dades suggereixen que enguany es podria superar amb escreix la barrera dels 100 milions de turistes internacionals.

En conjunt, sembla que el PIB del 2T es tancarà amb un creixement una mica inferior al previst al començament de l'any, però superior al contemplat en l'escenari actual, que assumia un període més prolongat de preus energètics elevats. Més important encara, si l'acord es consolida i els preus de l'energia no tornen a repuntar, l'economia espanyola postOrmuz disposa de benzina per continuar creixent a un ritme dinàmic.

Oriol Aspachs

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	Mitjana 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,50	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	1,0	1,4	0,9	0,4	0,9
Itàlia	1,5	-0,3	1,5	0,6	0,7	0,6	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	3,1	3,9
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	3,0	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	30,3	21,5
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

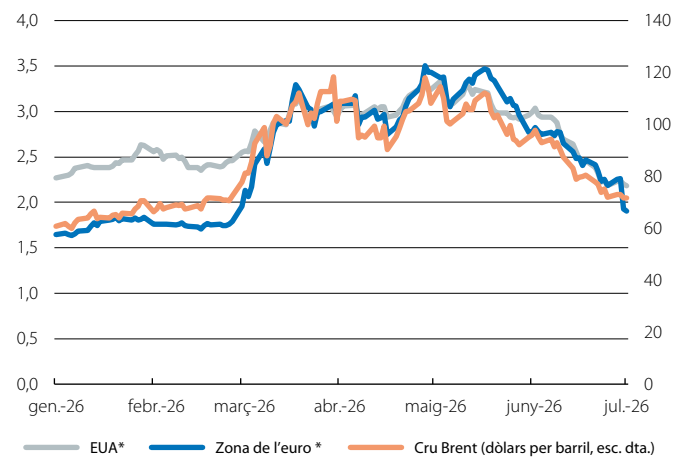
La reobertura d'Ormuz anima els mercats malgrat l'enduriment monetari

L'apetència pel risc, entre la geopolítica i els bancs centrals. L'acord provisional entre els EUA i l'Iran assolit cap a la meitat del mes, que va prolongar la treva militar i va permetre la reobertura progressiva de l'estret d'Ormuz, va desencadenar una de les caigudes més intenses del preu del petroli dels últims anys. Això va comportar un descens significatiu de les expectatives d'inflació a curt termini a nivell global. No obstant això, la Fed i el BCE van endurir el seu missatge en les respectives reunions i van emfatitzar el posicionament antiinflacionista, la qual cosa va generar forces contraposades als mercats. Així i tot, la caiguda del preu del petroli va empènyer els inversors a descomptar menys pujades de tipus del BCE en relació amb el mes anterior, i, pel que fa a la Fed, els mercats sí que van continuar descomptant un major enduriment, de manera que el dòlar es va enfortir de manera significativa en el mes, malgrat la recuperació de l'apetència pel risc dels inversors. Les borses van mostrar un funcionament dispar en funció de la seva composició sectorial. Els índexs europeus van avançar amb força, i diversos d'ells van assolir nous màxims, afavorits per la distensió dels preus del cru. D'altra banda, les borses nord-americanes i asiàtiques van tenir un funcionament més negatiu, llastades per un mal mes borsari entre les companyies tecnològiques i, en particular, entre les companyies més grans i més endeutades arran del desenvolupament de la IA.

El BCE apuja tipus i la Fed adopta un to més hawkish. El BCE va apujar tipus en 25 p. b. i va dur el *depo* al 2,25%. Aquest moviment va ser el primer des que va abaixar el *depo* al 2,00% al juny del 2025 i va completar el cicle monetari de la crisi inflacionista d'Ucraina. El BCE va justificar la pujada al 2,25% pel conflicte al Pròxim Orient i pels seus impactes econòmics asimètrics, amb un augment rellevant de la inflació i amb l'impacte relativament menor sobre l'activitat econòmica. Per la seva banda, la Fed, en la primera reunió presidida per Kevin Warsh, va mantenir tipus, però va sorprendre amb un to més restrictiu: al voltant de la meitat del Comitè va anticipar, almenys, una pujada addicional en el *dot plot*, la qual cosa va dur el mercat a descomptar una pujada en els propers mesos, que situaria el *fed funds* en l'interval del 3,75%-4,00%. En algun moment, els mercats fins i tot van cotitzar la possibilitat de dues pujades de tipus de la Fed, però la caiguda del petroli va moderar les expectatives d'enduriment monetari. En aquest sentit, al fòrum anual que el BCE va celebrar a Sintra al final de juny, diferents membres van continuar defensant la necessitat d'uns tipus d'interès una mica més alts, però van remarcar que no hi ha urgència per tornar a apujar tipus i que l'acord entre els EUA i l'Iran millora el balanç de riscos. Així i tot, però, els mercats van tancar el mes apostant per una nova pujada de tipus del BCE abans d'acabar l'any (*depo* en el 2,50%), però van descartar la possibilitat que el *depo* arribi a pujar fins al 2,75% (al maig, van arribar a donar més del 80% de probabilitat a aquesta tercera pujada).

Mes de dinàmiques diferenciades en els tipus sobirans. Durant la primera meitat del mes, la fortalesa macroeconòmica als EUA i el to restrictiu del BCE i de la Fed van impulsar les rendibilitats, en especial en els trams curts. El to més restrictiu de la Fed va reforçar aquest moviment i va dur la rendibilitat dels *treasuries* a curt ter-

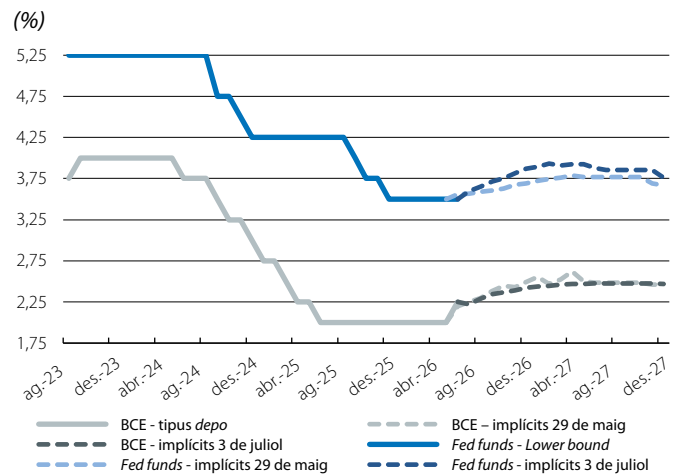
Expectatives d'inflació per als dos propers anys i cru (Dòlars per barril)



Nota: * Les expectatives d'inflació són la mitjana dels swaps d'inflació cupó zero a un any i a dos anys.

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

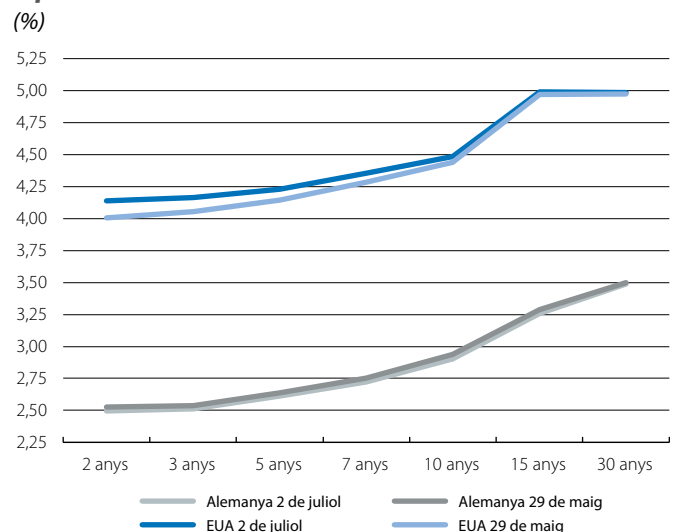
Expectatives cotitzades de política monetària fins al desembre del 2027



Nota: Tipus implícits de l'OIS per al BCE i corba del diferencial entre el tipus efectiu fed funds i el SOFR a tres mesos.

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

Tipus d'interès sobirans a diferents venciments



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

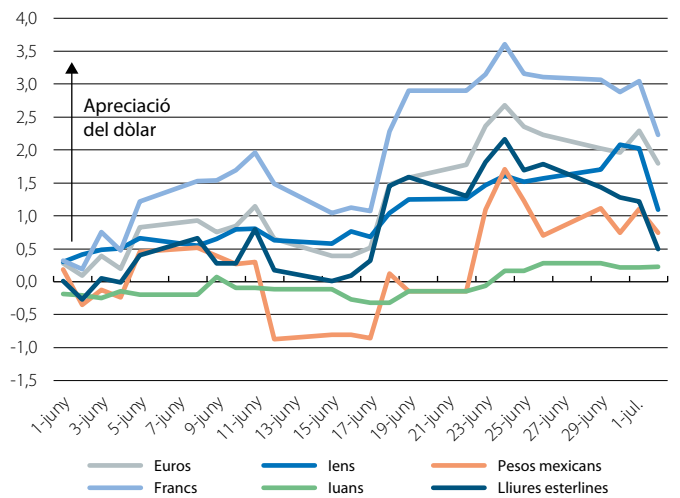
mini a màxims de més d'un any i va propiciar un aplanament de la corba. Durant la segona meitat del mes, però, la caiguda del preu del petroli va alterar aquest patró. A la zona de l'euro, la corba alemanya es va desplaçar a la baixa en tots els trams, mentre que, als EUA, van caure, sobretot, els trams llargs, la qual cosa va intensificar l'aplanament de la corba. Aquest moviment va acabar predominant en el balanç mensual: desplaçament a la baixa dels tipus d'interès sobirans a Europa i aplanament de la corba nord-americana (en especial per l'augment dels tipus d'interès en els trams curts). D'altra banda, les primes de risc sobiranes de la perifèria de la zona de l'euro es van ampliar lleugerament, malgrat que es van mantenir contingudes. La prima italiana es va estabilitzar en nivells encara superiors als de l'inici de l'any, mentre que l'espanyola i la portuguesa es van mantenir en cotes històricament reduïdes.

Mes de fortalesa per al dòlar. La moderació en les expectatives de pujades de tipus del BCE, en particular després de la reobertura d'Ormuz, i la renovada confiança en una política monetària de la Fed més restrictiva van ampliar el diferencial de tipus a favor de la divisa nord-americana i van impulsar una apreciació del dòlar en el seu tipus efectiu nominal. Així, l'euro es va depreciar fins als 1,14 dòlars i va tocar mínims d'aproximadament un any. El ien es va continuar afeblint i, en caure gairebé fins als 160 iens per dòlar, es va mantenir a la vora dels mínims de diverses dècades davant el dòlar, malgrat la pujada de tipus del Banc del Japó a la reunió del juny (del 0,75% a l'1,00%) i el repunt en la rendibilitat del deute sobirà japonès. La lliura esterlina també es va depreciar davant el dòlar, tot i que va mostrar una major resiliència relativa, amb el suport d'un to també restrictiu per part del Banc d'Anglaterra (que va mantenir tipus en el 3,75% al juny, tot i que amb dos vots dissidents a favor d'una pujada).

Divergència a les borses mundials, amb els índexs europeus recuperant terreny. Els dubtes sobre la rendibilitat de les inversions en IA van tornar a generar volatilitat i van castigar en especial els hiperescaladors, mentre que els fabricants de xips van mostrar una forta volatilitat i van tancar el mes amb un funcionament relatiu més positiu. Així, als EUA, l'S&P 500 i el Nasdaq van tancar el mes amb pèrdues, tot i que l'S&P equiponderat i el conjunt de companyies menys exposades a la IA van tancar en positiu. A Àsia, els índexs més exposats a les companyies tecnològiques també van registrar pèrdues. A Europa, les borses van anotar avanços generalitzats i van exhibir un millor funcionament que la resta del món, gràcies a la caiguda del preu de l'energia, amb l'Stoxx 600 assolint màxims històrics. A nivell sectorial, les accions de les companyies energètiques van quedar endarrerides.

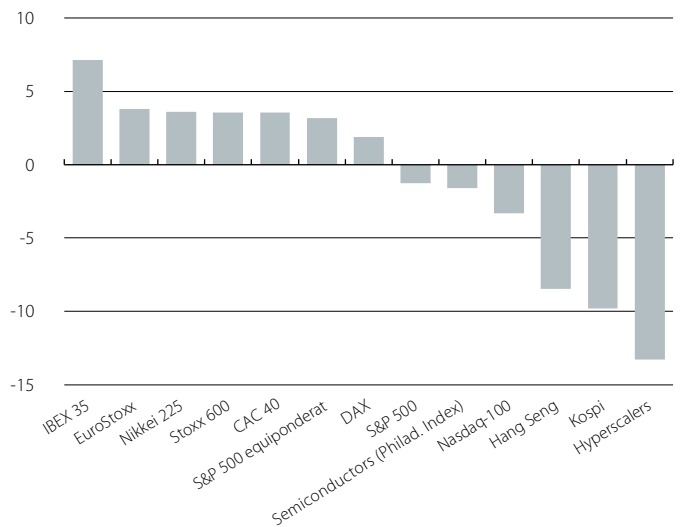
L'enfonsament del petroli desinfla les expectatives d'inflació cotitzades. La reobertura d'Ormuz va normalitzar els fluxos energètics i va retornar el preu del cru gairebé als nivells previs al conflicte. En concret, el preu de referència del petroli Brent (un futur referenciat a dos mesos vista) va caure gairebé fins als 70 dòlars per barril. La baixada va ser menys brusca per als futurs del petroli referenciats al 2027, que també van quedar a la vora dels 70 dòlars (vs. una mitjana per al 2027 que cotitzava en 78 dòlars al final de maig i en 67 dòlars al final de febrer). La correcció del petroli es va traslladar ràpidament a les expectatives d'inflació cotitzades als swaps. El gas natural, que s'havia tensionat menys que el petroli, va mostrar una caiguda molt menor en el mes i va fluctuar una mica per damunt dels 40 euros/MWh. Pel que fa a altres primeres matèries, tant l'or com la resta de metalls preciosos i de metalls industrials (com l'alumini) van registrar una caiguda significativa.

Evolució de les divises seleccionades davant el dòlar
(Variació respecte al 29 de maig, %)



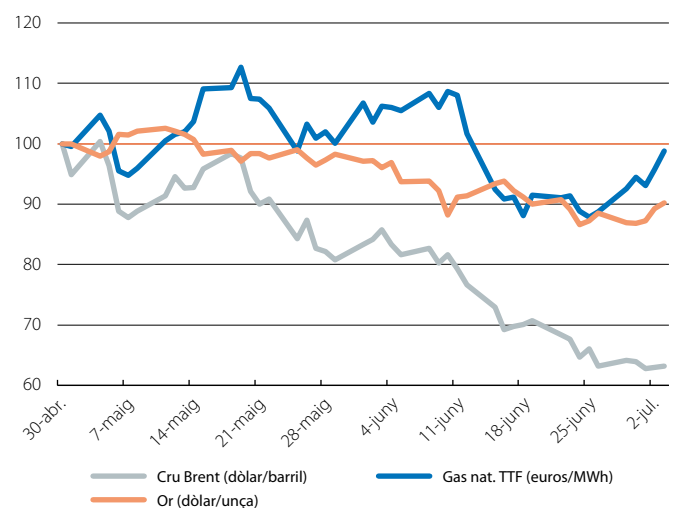
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Rendiment en el mes (del 29 de maig al 2 de juliol)



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

Evolució de les primeres matèries des del maig
Índex (100 = 30 d'abril de 2026)



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

La Fed de Warsh: de guiar expectatives a gestionar-les sense compromís

L'arribada de Kevin Warsh a la presidència de la Reserva Federal marca un canvi rellevant en la política monetària nord-americana. La seva primera reunió al capdavant del FOMC no va modificar els tipus d'interès, però sí que va deixar senyals sobre la direcció futura de la institució. Més enllà d'un to una mica més restrictiu davant el repunt inflacionista, sembla que el canvi més significatiu rau en una redefinició del marc de comunicació de la Fed. La reacció del mercat suggereix que els inversors descompten una Fed menys disposada a comprometre's amb els futurs moviments dels tipus d'interès i que donarà menys visibilitat a l'orientació futura, tot i que el biaix antiinflacionista de la seva primera reunió va ajudar a esvaïr possibles dubtes sobre la seva independència política.

En les dues últimes dècades, la Fed ha cregut que donar pistes sobre l'evolució futura dels tipus d'interès –la *forward guidance*– era el marc comunicatiu més eficaç i eficient de la política monetària, tot i que no estava exempt de riscos ni de costos. La lògica és que els seus efectes depenen tant de les decisions actuals com de les expectatives sobre la seva trajectòria, de manera que influir sobre les expectatives amplifica la transmissió. Com va explicar Bernanke, això exigia reduir l'ambigüitat comunicativa: com millor anticipessin els agents la funció de reacció de la Fed, més directament incorporarien aquest comportament en els preus i en les decisions, la qual cosa afavoriria l'estabilitat macrofinancera, en especial en un entorn d'inflació baixa i de tipus reduïts.¹

El *dot plot*, introduït el 2012, respon a aquest objectiu, ja que tradueix una funció de reacció implícita en un senyal observable.² Malgrat que no és una decisió col·lectiva ni un compromís formal, permet observar com els membres del FOMC incorporen les seves previsions macroeconòmiques als tipus d'interès. No obstant això, el *dot plot* es pot tornar excessivament influent i pot impedir un ajust adequat de les expectatives, precisament en contextos més incerts i dispersos. L'evidència recent apunta al fet que, malgrat que conté informació útil i que pot millorar la precisió mitjana de les previsions, també pot generar efectes d'ancoratge si els agents continuen atorgant massa pes a projeccions que la realitat econòmica pot haver tornat obsoletes.³ A més a

més, el mercat tendeix a llegir la mitjana com si fos la intenció de la Fed, tot i que formalment no ho sigui. Aquest risc augmenta quan la dispersió dels punts és elevada, com succeeix actualment, ja que la mitjana pot ocultar desacords profunds i transmetre una falsa sensació de consens.⁴

Warsh s'ha mostrat escèptic sobre la utilitat de l'orientació futura, ja que considera que tant aquesta com les previsions de les variables macrofinanceres poden condicionar en excés els banquers centrals. La seva crítica no rebutja la transparència, però sí que qüestiona que més comunicació millori sempre la transmissió de la política monetària. Com va explicar en la seva revisió de la transparència del Comitè de Política Monetària del Banc d'Anglaterra, la transparència és desitjable, però no passa necessàriament per fer-ho tot més explícit i visible.⁵ Segons el seu parer, un banc central «massa loquaç» pot donar al mercat una falsa precisió sobre el futur, pot condicionar excessivament els preus financers i pot reduir-ne la flexibilitat. La lliçó que sembla que es pot extreure d'errors com la caracterització de la inflació com a «transitòria» el 2021 és que la Fed no sempre ha de donar més publicitat a les seves deliberacions, sinó reconèixer els seus límits, per exemple, a l'hora de predir variables econòmiques.⁶

Warsh va traslladar aquesta visió a la pràctica en la seva primera reunió, on el canvi comunicatiu va ser més rellevant que la decisió sobre els tipus. El comunicat va ser més curt i directe i va eliminar la referència explícita a l'orientació futura. A la roda de premsa, va insistir que el comunicat s'havia de limitar a presentar els fets «el millor que podem jutjar-los» i va refusar donar res similar a l'orientació futura, adduint que no s'adaptava bé a la conjuntura actual. A més a més, va optar per no publicar la seva projecció al *dot plot*.

El canvi de paradigma comunicatiu és complex, ja que els agents perceben la comunicació com raonablement eficaç. Segons una enquesta de Brookings a acadèmics i a economistes (tant de *think tanks* com d'empreses privades), la comunicació de la Fed obté un notable alt i eines com el comunicat i la roda de premsa són àmpliament valorades.⁷ El *dot plot*, malgrat les seves limitacions, continua sent considerat útil per la majoria. El risc, per tant, és que modificar un marc que funciona raonablement bé sense explicar amb precisió què el substitueix acabi reduint la claredat sense guanyar prou flexibilitat.

1. Board of Governors of the Federal Reserve System (2003, 24-25 de juny), «Minutes of the Federal Open Market Committee», Reserva Federal. Bernanke, B. S. (2013, 19 de novembre), «Communication and monetary policy», Board of Governors of the Federal Reserve System, Reserva Federal.

2. El *dot plot* és el gràfic que resumeix les previsions individuals dels membres de la Fed sobre la senda dels tipus d'interès futurs que consideren més adequada per als escenaris macroeconòmics que tenen en compte.

3. Engstrom, E. (2026), «Anchored to the dot plot: Central bank projections and interest rate expectations», Finance and Economics Discussion Series, núm. 2026-026, Board of Governors of the Federal Reserve System, Reserva Federal.

4. Foerster, A. i Martínez, Z. (2023), «The evolution of disagreement in the dot plot», Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2023-21, FRBSF.

5. Warsh, K. (2014), «Transparency and the Bank of England's Monetary Policy Committee», Banc d'Anglaterra.

6. Timiraos, N. (2026, 14 de juny), «Kevin Warsh wants the Fed to stop explaining everything», *The Wall Street Journal*.

7. Ahmad, S. i Wessel, D. (2026, 8 de maig), «Grading Fed communications: A 2026 survey of Fed watchers», Brookings Institution.

El cost de moure's a un nou règim comunicatiu més opac i de guanyar marge de maniobra a l'hora de fixar els tipus d'interès pot comportar menys previsibilitat i més volatilitat. La reacció del mercat després de l'última reunió del FOMC il·lustra bé el que pot succeir en el nou règim, tot i que també va estar condicionada per un biaix tensionador que els inversors no anticipaven. La rendibilitat del *treasury* a 2 anys –el tram més sensible a la política monetària– va repuntar una mica més de 13 p. b. el mateix dia de la reunió. Malgrat que el FOMC va mantenir els tipus sense canvis i el moviment no va ser especialment intens en perspectiva històrica, sí que va ser significatiu: va superar les 1,6 desviacions típiques de la mitjana dels moviments observats en dies de reunió del FOMC des del 1976. Si es consideren només les reunions sense canvis de tipus des de l'arribada de Bernanke el 2006, el moviment va ser gairebé de 2 desviacions estàndard superiors a la mitjana i es va situar entre els més intensos, en el top 2,5% d'unes 140 reunions.

La interpretació de Warsh sobre les variables que defineixen el doble mandat de la Fed (estabilitat de preus i plena ocupació) també és rellevant. Pel que fa a la inflació, el seu enfocament apunta a una Fed menys orientativa i més dependent de l'avaluació de les dades a cada reunió. En les seves intervencions públiques, ha subratllat que les dades d'inflació són imperfectes i ha mostrat interès per mesures que distingeixen millor entre soroll i tendència, com les mitjanes retallades (*trimmed pixin*). Aquestes mètriques exclouen els canvis extrems de preus i poden oferir una lectura més estable de la inflació subjacent que les mesures tradicionals que només eliminen els aliments i l'energia, a més d'estimar millor, segons l'evidència empírica, la inflació futura.⁸

No obstant això, les mesures retallades també tenen limitacions: són bons estimadors de tendència en horitzons llargs, però poden no funcionar bé en períodes curts.⁹ Això és rellevant avui dia: si els xocs –com l'aranzelari i l'energètic– són puntuals, les mitjanes retallades d'inflació poden filtrar de forma adequada el soroll. No obstant això, si es generalitzen entre partides i afecten les expectatives, tendeixen a infraestimar la pressió inflacionista. En el context actual, aquestes mesures no llancen un diagnòstic especialment preocupant, tot i que això no va impedir que el FOMC mostrés més preocupació per la inflació que en els mesos anteriors.

Pel que fa al mercat de treball, Warsh s'ha mostrat atent a l'impacte de la intel·ligència artificial (IA) sobre la productivitat i, per tant, sobre el tipus d'interès natural o d'equilibri. Fins i tot, es va introduir al comunicat una referència al creixement de la productivitat i de la inversió en capital. Diver-

sos estudis apunten al fet que els desenvolupaments tecnològics poden tenir efectes ambigus sobre la inflació i sobre el tipus d'interès natural: un augment de la productivitat pot exercir pressions desinflationistes, però també pot incrementar el tipus d'equilibri si impulsa la inversió i la demanda agregada.¹⁰ Ara com ara, les últimes dades de productivitat total dels factors no mostren una acceleració clara en els últims trimestres ni en relació amb les dècades anteriors (tot i que les dades d'inflació sí que mostren que la forta inversió en IA està augmentant la demanda i, de retruc, els preus al consum de les partides relacionades). Aquesta incertesa podria avalar l'argument de Warsh a favor de publicar menys les previsions sobre els indicadors no observables i especialment difícils d'estimar en moments de canvi, com el creixement potencial, el potencial del mercat laboral o el tipus d'interès natural.

Finalment, la política de balanç pot comportar un altre canvi important a la Fed de Warsh. Si trasllada el seu històric escepticisme cap a les compres d'actius a una reducció més accelerada del balanç, pot haver de fer front als límits operatius amb què ja va topar la Fed quan va retirar liquiditat massa de pressa. Com a governador, Warsh es va mostrar escèptic sobre la capacitat de les compres de bons per impulsar l'economia i ha esmentat, fins i tot, la necessitat d'assolir un nou «acord» entre la Fed i el Tresor. Com ho demostren episodis com el *taper tantrum* del 2013 (que va mostrar els costos d'una comunicació imprecisa sobre la retirada dels estímuls) o les tensions del mercat de *repos* el 2019 (que van demostrar el paper central de les reserves en el sistema financer actual), serà necessari filar molt prim per no alterar l'estabilitat financera.

En definitiva, la Fed de Warsh apunta a una política monetària menys guiada i més dependent de l'evolució de les dades. La magnitud real del canvi en la política comunicativa dependrà de la seva capacitat per convertir la seva concepció de la gestió d'expectatives i de la implementació de la política monetària en un marc intel·ligible i acceptat pel mercat. Fer menys explícita la funció de reacció pot augmentar la flexibilitat de la Fed en un entorn més incert, però també exigeix reforçar la credibilitat i la independència de la institució. El repte passa per comunicar el nou marc sense substituir el que es considera una falsa precisió per una opacitat igualment innecessària. El risc és que aquesta menor orientació prèvia es tradueixi en més volatilitat que claredat.

David del Val

8. Atkinson, T., Dolmas, J. i Zarutskie, R. (2026, 16 d'abril), «Skewness warrants caution as Trimmed Pixin PCE inflation eases», Reserva Federal de Dallas.

9. Rich, R. W., Verbrugge, R. J. i Zaman, S. (2022), «Adjusting median and trimmed-pixin inflation rates for bias based on skewness», Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary, 2022-05, Reserva Federal de Cleveland.

10. Melina, G. i Vila, S. (2025), «From servers to rates: AI, ICT capital, and the natural rate», IMF Working Paper, núm. 2025/224, FMI, i Aldasoro, I., Doerr, S., Gambacorta, L. i Rees, D. (2024), «The impact of artificial intelligence on output and inflation», BIS Working Paper, núm. 1.179, BIS.

Tipus d'interès (%)

	30-juny	31-maig	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,40	2,15	25	25	25
Euríbor 3 mesos	2,32	2,27	6	30	39
Euríbor 12 mesos	2,73	2,80	-8	49	67
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,43	2,41	1	41	66
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,53	2,53	0	41	67
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,86	2,94	-8	0	27
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,34	3,35	-1	6	12
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,24	3,30	-6	9	20
EUA					
Fed funds (límit inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 mesos	3,73	3,66	8	8	-56
Deute públic a 1 any	3,97	3,77	21	50	0
Deute públic a 2 anys	4,17	4,00	17	70	42
Deute públic a 10 anys	4,47	4,44	3	30	19

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	30-juny	31-maig	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2026 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	52	53	-1	1,1	-3,5
Itraxx Financer Sènior	54	55	-1	0,0	-4,6
Itraxx Financer Subordinat	89	91	-2	-4,0	-12,6

Tipus de canvi

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,142	1,166	-2,0	-2,8	-2,5
EUR/JPY (iens per euro)	185,680	185,670	0,0	0,9	9,6
EUR/GBP (lliures per euro)	0,861	0,867	-0,6	-1,2	0,8
USD/JPY (iens per dòlar)	162,550	159,270	2,1	3,7	12,4

Primeres matèries

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
Índex Bloomberg de primeres matèries	123,2	135,1	-8,8	12,3	19,7
Brent (\$/barril)	72,9	92,1	-20,8	19,8	7,6
Or (\$/unça)	4.008,0	4.540,3	-11,7	-7,2	22,4

Renda variable

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2026 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	7.499,4	7.580,1	-1,1	9,6	21,5
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	6.328,1	6.050,5	4,6	9,3	18,8
Ibex 35 (Espanya)	19.471,9	18.362,9	6,0	12,5	39,4
PSI 20 (Portugal)	9.132,6	9.076,5	0,6	10,5	21,4
Nikkei 225 (Japó)	70.062,3	66.329,5	5,6	39,2	74,5
MSCI emergents	1.722,9	1.752,2	-1,7	22,7	40,2

L'acord entre els EUA i l'Iran mitiga els escenaris adversos per a l'economia internacional

L'evolució del conflicte al Pròxim Orient continua sent la clau en l'escenari global. Cap a la meitat de juny, els EUA i l'Iran van signar un memoràndum d'entesa (MoU) que no és un tractat definitiu ni vinculant, sinó una declaració d'intencions que estableix els termes de la seva futura col·laboració. El MoU obre un període de 60 dies per negociar sobre temes molt sensibles, com el programa nuclear iranià o l'aixecament de les sancions. Una de les seves primeres decisions va ser la reobertura de l'estret d'Ormuz i el final del bloqueig naval nord-americà, la qual cosa representa un alleujament important per als mercats d'energia i redueix la probabilitat que es materialitzin els escenaris més adversos. La clau serà la velocitat de recuperació dels fluxos a través d'Ormuz. Les dades mostren un augment una mica erràtic dels fluxos, coherent amb els advertiments de diferents agències internacionals que la normalització durarà mesos. D'altra banda, la incertesa geopolítica continua sent elevada, i la complexitat de les dinàmiques al voltant de l'acord entre els EUA i l'Iran en ressalten la fragilitat.

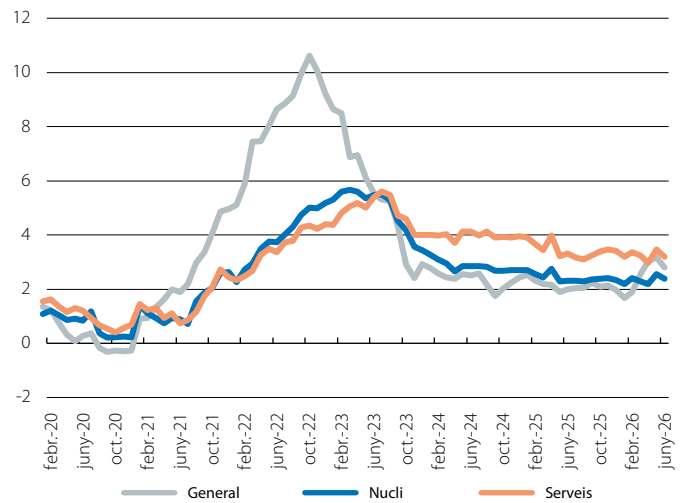
El pic de l'impacte de l'encariment de l'energia sobre la inflació va poder ser al maig. A la zona de l'euro, la inflació general va assolir al maig màxims de gairebé tres anys, amb el 3,2%, impulsada pel component de l'energia (que hi va aportar gairebé 1,0 p. p.), però, al juny, va caure 0,4 p. p., fins al 2,8%, gràcies, en bona part, a un cert relaxament d'aquest component (-2,1 p. p., fins al 8,7%). Als EUA, la inflació general, pressionada per l'energia, va repuntar 0,4 p. p. al maig, fins al 4,2% (màxims de tres anys), amb una inflació nucli més continguda (+0,1 p. p., fins al 2,9%). No obstant això, els components de preus dels principals indicadors de clima i d'opinió empresarial del juny apunten al fet que el pic d'inflació ja s'hauria pogut assolir.

La volatilitat d'Irlanda condiona l'evolució de la zona de l'euro. La revisió del PIB per a la zona de l'euro presenta una reculada del 0,2% intertrimestral en el 1T 2026 (vs. el +0,2% preliminar), que s'explica per l'important enfonsament de l'economia irlandesa (el -12,0% vs. el -2,0% preliminar). De fet, sense Irlanda, la zona de l'euro hauria crescut el 0,2%, després del 0,3% del 4T 2025, resultat encara modest i que apunta al fet que la major part de la regió encara no havia assolit l'acceleració desitjada abans de l'esclat del conflicte al Pròxim Orient. En aquest sentit, els indicadors disponibles per al 2T 2025 apunten a una economia gairebé estancada: els PMI de clima empresarial per a la zona de l'euro es consoliden al juny en nivells inferiors al llindar de 50 (i clarament per sota de la seva mitjana del 1T 2025), a causa del deteriorament de l'activitat al sector serveis, alhora que el PMI de manufactures va veure com es començava a esvaïr l'impacte positiu que va representar l'augment de les comandes per motiu de precaució després de l'esclat de la guerra al Pròxim Orient.

Alemanya veu com l'encariment de l'energia limita l'impacte del pla d'infraestructures. De fet, la pujada dels preus de l'energia afecta en especial el seu sector industrial (a l'abril, la producció industrial es va estancar i les comandes van recular gairebé el 4,0%), mentre que el consum de les llars continua molt feble (les vendes al detall de l'abril encara són l'1,6% inferiors al nivell del

Zona de l'euro: IPCA

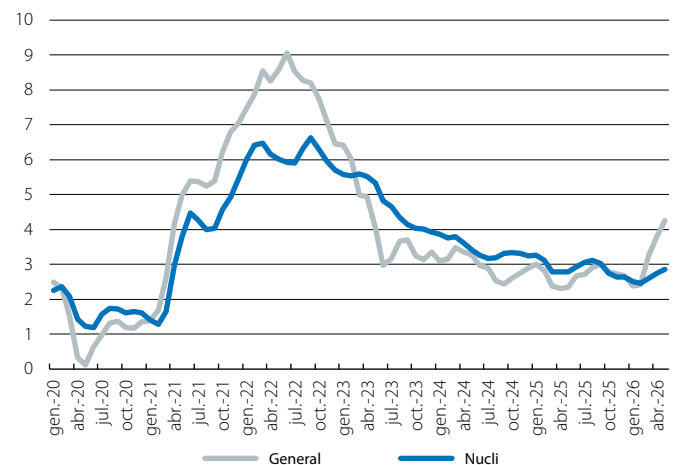
(Variació interanual, %)



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

EUA: IPC *

(Variació interanual, %)

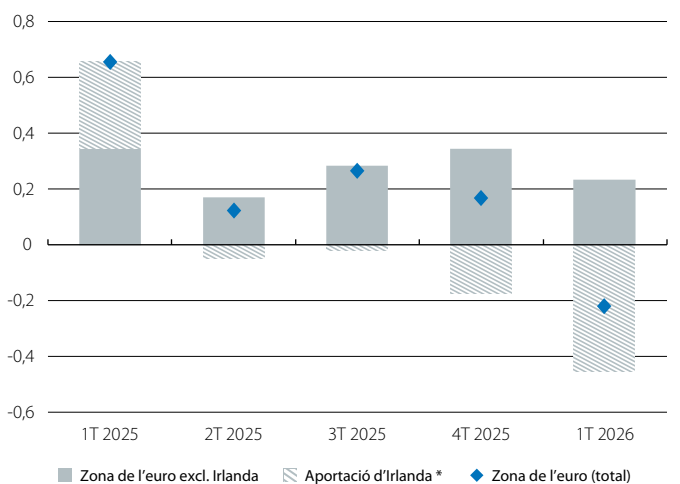


Nota: * La dada de l'IPC de l'octubre del 2025 no es va publicar pel shutdown. La presentada s'ha interpolat.

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

Zona de l'euro: PIB

(Variació intertrimestral, %)



Nota: * Aportació d'Irlanda al creixement intertrimestral de la zona de l'euro en p. p.

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

final del 2025). A més a més, la implementació del pla d'inversió en infraestructures va molt lenta: la despesa federal total acumulada fins al maig va créixer més del 3,0% en termes interanuals, amb defensa creixent el 22%, però amb una despesa en infraestructures encara el 10% inferior. El sentiment sobre l'evolució d'Alemanya continua força feble, tot i que alguns indicadors suggereixen que el pic de l'impacte pel conflicte del Pròxim Orient podria haver quedat ja enrere. Al juny, el ZEW mostra que el percentatge d'enquestats que anticipa un deteriorament addicional de la situació cau gairebé a la meitat (menys del 18%), mentre que l'ifo anota un nou avanç, tot i que continua en referències molt baixes (85,6, amb 100 com a mitjana històrica).

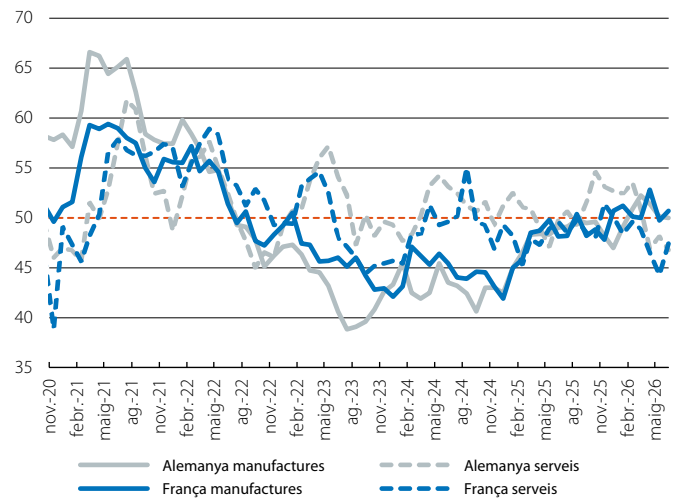
Als EUA, es pot parlar d'estabilitat del mercat de treball, més que de reactivació. De fet, al juny, es van crear 57.000 llocs de treball no agrícoles, gairebé la meitat del que s'esperava, i, a més a més, es revisen a la baixa els dos mesos previs en més de 70.000 persones. Així i tot, la creació mitjana mensual d'ocupació el 2026 supera els 90.000 llocs de treball, en relació amb la xifra inferior als 10.000 del 2025, i la taxa d'atur va cedir 0,1 p. p., fins al 4,2%. Aquesta estabilitat del mercat de treball continuarà sostenint el consum de les llars: al maig, el consum de les famílies va augmentar un robust 0,7% en termes nominals i el 0,3% en termes reals i va superar el creixement mitjà mensual registrat durant la resta de l'any (el 0,5% i el 0,1%, respectivament). Mentrestant, la producció industrial es va alentir al maig (amb prou feines el 0,1% intermensual, després del 0,9% previ), després de diversos mesos de forta expansió per l'embranchada anticipatòria de les comandes arran dels efectes de la guerra al Pròxim Orient.

Els empresaris dels EUA es mostren més confiats amb la situació econòmica que els consumidors. En aquest sentit, els principals indicadors de clima empresarial apunten al fet que el creixement de l'economia es mantindria en el 2T en ritmes similars, o lleugerament superiors, als del 1T (el 0,5% intertrimestral). Així, el PMI del juny va pujar fins als 52,2 punts i va situar la mitjana del 2T en els 51,8, gairebé igual que en el 1T. En aquest sentit apunten també els ISM, tant de les manufactures com dels serveis, que, al maig, es van situar al voltant dels 54 punts en els dos casos (50 és el llindar que assenyalava creixements positius de l'activitat, tant en els PMI com en els ISM). A més a més, els empresaris comencen a detectar senyals d'una certa moderació en la pujada dels costos dels inputs, la qual cosa limita el risc de pujades addicionals de la inflació, que, malgrat tot, es mantindrà elevada en els propers mesos. Aquest augment dels preus és el principal factor que llasta la confiança dels consumidors, que, al maig, van veure com els salaris en termes reals van recular el 0,7% interanual.

A la Xina, el dinamisme del sector exterior contrasta amb la feblesa persistent de la demanda interna. Les exportacions del maig van créixer prop del 20% interanual, impulsades per la demanda tecnològica vinculada a la IA i per l'avançament de les comandes, la qual cosa continua donant suport a la producció industrial, malgrat una certa desacceleració (el +4,5% interanual vs. el 6,0% en el 1T). En canvi, les vendes al detall van caure el 0,6%, primera reculada des del final del 2022, en part per la retirada dels estímuls al consum. La inversió fixa urbana ha reculat el 4,0% des de l'inici de l'any fins al maig, afectada per la feblesa immobiliària i per la menor inversió en infraestructures. En aquest context, la inflació es va mantenir en l'1,2% i els preus de producció van assolir el 3,9%, màxim en gairebé quatre anys.

Zona de l'euro: PMI per components

Índex (>50 expansió, <50 contracció)

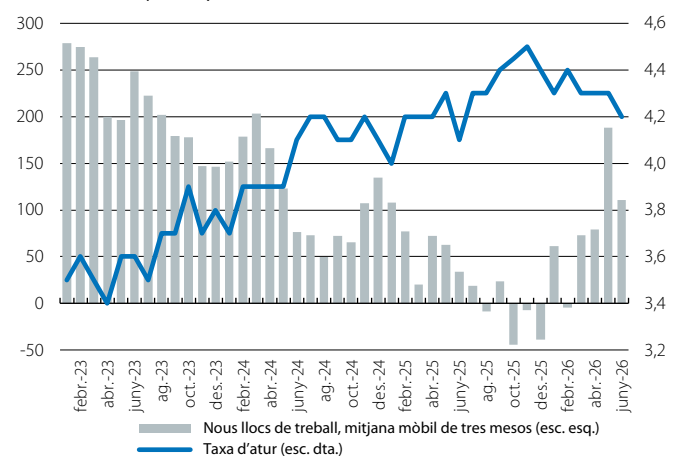


Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.

EUA: ocupació *

Nous llocs de treball, mitjana mòbil de tres mesos (milers)

Taxa d'atur (%)

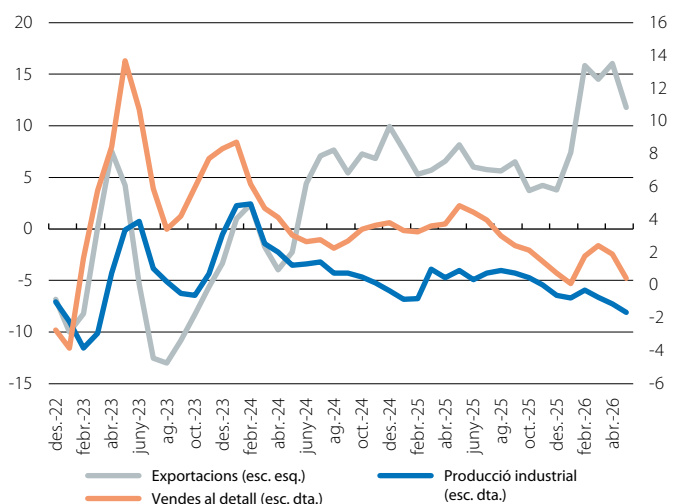


Nota: * La dada de la taxa d'atur de l'octubre del 2025 no es va publicar pel shutdown. La presentada s'ha interpolat.

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

Xina: dades d'activitat

Creixement interanual de la mitjana mòbil de tres mesos (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades l'Oficina Nacional d'Estadística.

Inflació europea: radiografia després del xoc del Pròxim Orient

El conflicte al Pròxim Orient ha elevat la inflació europea a la regió del 3% i ha tret el BCE de la seva zona de confort. El passat 11 de juny, el banc central va apujar tipus, i tant les seves últimes comunicacions com les cotitzacions dels mercats financers apunten al fet que ho tornarà a fer en els propers mesos. La qüestió principal no és l'impacte directe de l'encariment de l'energia, sinó el risc que es propagui a la resta dels preus de l'economia i desemboqui en una inflació massa elevada i persistent. Què ens diuen les dades sobre aquesta propagació?

Impacte directe rellevant

L'energia s'ha encarat prop del 10% en els últims mesos, empenya pels combustibles, que han patit augments de preus superiors al 20% interanual, mentre que l'IPCH de l'electricitat s'ha vist molt menys tensionat (amb una inflació pròxima al 3% interanual). Això ha afegit 1 p. p. a la inflació general de la zona de l'euro i explica, de manera gairebé total, el canvi de nivell des del febrer (vegeu el primer gràfic). Malgrat que les xifres són molt inferiors a les de l'estrès patit el 2022 (quan la inflació energètica va arribar a pics del 40%), les magnituds són prou rellevants per propagar-se a la resta de preus a través dels efectes indirectes (encariment d'inputs).¹ La propagació també podria actuar amb efectes de segona ronda (retroalimentació preus-salari-beneficis), tot i que aquests apareixen amb retard i és massa aviat per veure'ls en les dades disponibles.

Impacte indirecte: evidències mixtes

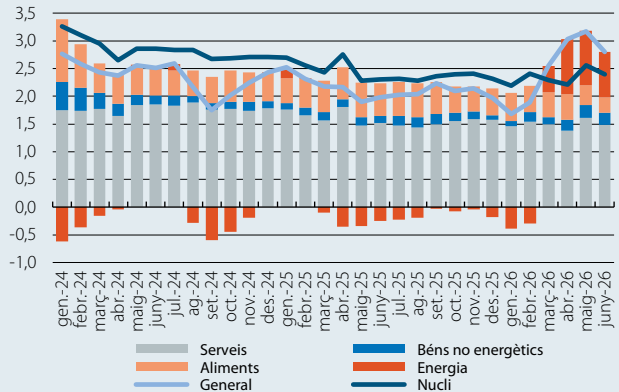
El desglossament detallat de l'índex de preus ofereix les primeres pistes sobre l'extensió dels efectes indirectes fins ara. D'una banda, una subdivisió de l'IPCH en gairebé 300 productes (vegeu la taula adjunta) deixa clar que el gros de la inflació és purament energètic, tot i que s'identifica una certa propagació en els preus de béns i de serveis la producció dels quals és relativament intensiva en energia, com els suports audiovisuals o els diferents serveis de transport.²

De l'altra, si ens centrem en mesures inflacionistes més a temps real, com el *momentum*,³ també es veuen alguns indicis d'efectes indirectes. En concret, i com ho mostra el segon gràfic, malgrat que la gran majoria de béns i de serveis continuen amb *momentums* inferiors al 2,5%, el percentatge de productes de la cistella nucli⁴ amb *momentums* superiors al 4,0% ha passat del 10% al 25% des de l'inici de l'any.

1. Vegeu el Focus «Tensions energètiques, inflació i política monetària a la zona de l'euro», a l'IM04/2026.
2. Aquests productes s'identifiquen com intensius en energia a partir de l'anàlisi de les taules *input-output* referenciades a la nota al peu 1.
3. Variació intertrimestral anualitzada de l'IPCH desestacionalitzat, que recull més ràpidament els canvis de tendència.
4. L'IPCH nucli exclou l'energia i tots els aliments.

Zona de l'euro: IPCH

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



Nota: Variació interanual per a l'IPCH general i nucli, contribucions a la inflació general per a la resta.

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

Zona de l'euro: top 15 de partides amb més increment de la inflació

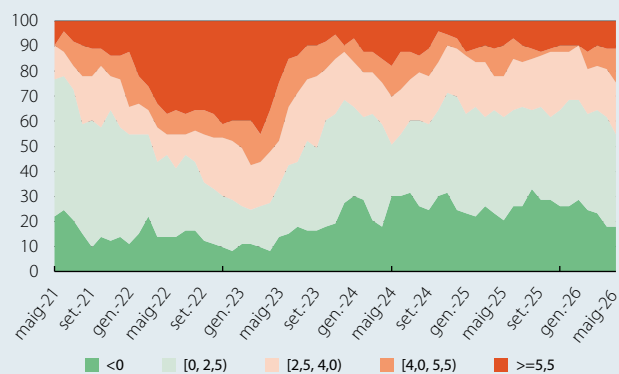
	Inflació interanual (m) al maig del 2026 (%)	Δm entre el febrer del 2026 i el maig del 2026 (p. p.)	Pes (%)
Combustibles líquids	43,4	50,6	0,3
Gasoil	29,4	31,5	1,5
Suports no gravats	35,1	21,0	0,0
Benzina	16,3	19,8	2,2
Altres carburants per a vehicles personals	12,2	17,5	0,1
Gas natural distribuït per xarxa	3,7	9,5	1,5
Suports audiovisuals	4,7	8,8	0,1
Lleguminoses verdes fresques o refrigerades	12,1	8,2	0,0
Lloguer d'equips de transport personal sense conductor	9,3	7,6	0,2
Olis vegetals	-4,0	7,4	0,3
Transport de passatgers per via aèria internacional	9,0	6,8	0,8
Hidrocarburs líquids	5,3	6,3	0,1
Uniformes escolars	0,5	5,8	0,0
Ordinadors i consoles per a videojocs i aplicacions	-1,1	5,6	0,2
Altres fruites fresques	2,5	5,6	0,2

Nota: Desglossament segons ECOICOP2 a quatre dígits.

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

Zona de l'euro: semàfor de l'IPCH nucli

(% de components segons momentum)



Notes: El momentum fa referència a la variació anualitzada de l'IPCH mitjà dels tres últims mesos en relació amb els tres mesos anteriors. Dades desestacionalitzades per al desglossament a tres dígits de l'IPCH nucli.

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

Una altra manera d'avaluar els efectes indirectes del xoc energètic és construir un indicador d'inflació que agregui tots aquells béns no energètics i serveis que són més propensos a patir la propagació energètica. A partir de la intensitat energètica de cada sector productiu de la zona de l'euro, que podem inferir utilitzant taules *input-output*, clasifiquem tots els béns no energètics i els serveis que componen l'IPCH en «sensibles» i en «no sensibles» a l'energia: al voltant del 30% i del 70% de la cistella nucli, respectivament.⁵ Com ho mostra el tercer gràfic, durant la crisi inflacionista del 2022-2023, l'indicador «sensible a l'energia» va anticipar la tensió i la distensió de la resta de preus subjacents. Malgrat que els moviments actuals són molt reduïts en relació amb el 2022-2023, entre el febrer i el maig del 2026, la inflació nucli «sensible a l'energia» ha augmentat en 0,4 p. p. mentre la «no sensible» roman estable.⁶

Aquest repàs dels diferents talls de l'IPCH, que és l'índex de referència i la mètrica més rellevant per al BCE, mostra alguns efectes indirectes, més aviat incipients (més visibles en el *momentum* que en les variacions interanuals) i de magnitud limitada. Hi ha altres indicadors diferents de l'IPCH que sí que fan més visible l'amenaça dels efectes indirectes. Són, sobretot, indicadors basats en enquestes empresarials, com els PMI o els índexs de sentiment de la Comissió Europea: des del març, aquests indicadors han recollit una pressió sostinguda sobre els costos dels *inputs* i sobre les intencions de pujades de preus en els productes finals. A més a més, les dades de preus de producció d'Eurostat també assenyalen certes pressions sobre els béns de capital (el +2,1% a l'abril vs. l'1,6% del gener-febrer), sobre els béns intermedis (el 3,9% vs. l'1,4%) i sobre els béns de consum durador (el 2,7% vs. el 2,3%). Finalment, la inflació dels aliments s'ha distès a la zona de l'euro en els últims mesos (del 2,5% del febrer a l'1,6% del juny), però aquests preus no estan exempts de riscos en el futur, en especial per l'encariment d'*inputs* clau com els fertilitzants (tot i que, al juny, els preus dels fertilitzants van caure amb força després de l'acord entre els EUA i l'Iran).

I l'acord EUA-Iran?

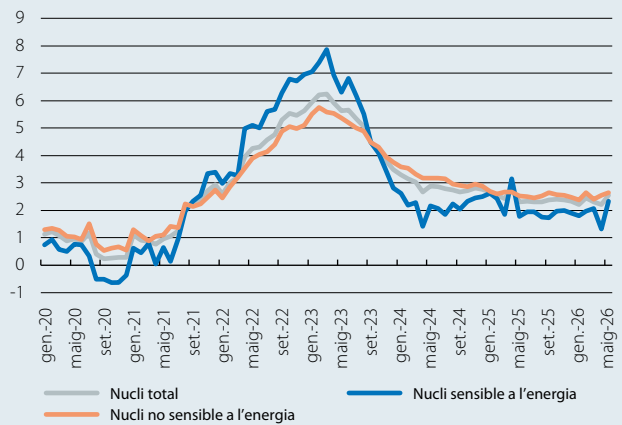
Cap a la meitat de juny, els preus del petroli i del gas van caure amb força gràcies al memoràndum d'entesa anunciat pels EUA i l'Iran, amb el qual donaven continuïtat a la treva militar i s'anunciava la reobertura de l'estret d'Ormuz i una finestra de negociació de 60 dies. La incertesa geopolítica és elevada, però, si es manté la reacció favorable dels mercats, es podria reduir de forma significativa l'amenaça infla-

5. Reproduïm la metodologia de Fagandini *et al.* (2024), «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Butlletí Econòmic del BCE 3/2024, però utilitzant un desglossament de l'IPCH una mica menys detallat (3 dígits, amb 103 partides) i amb els pesos més recents (2026). Un bé/servei és «sensible» quan la seva intensitat energètica (consums intermedis d'energia sobre producció total) és superior a la de la mitjana de béns/serveis.

6. L'índex «sensible» presenta dues dents de serra recents, a l'abril del 2025 i del 2026, degudes a l'efecte de calendari relacionat amb la Setmana Santa (amb un significatiu efecte base sobre els preus del transport aeri de passatgers i sobre els paquets vacacionals).

Zona de l'euro: IPCH nucli

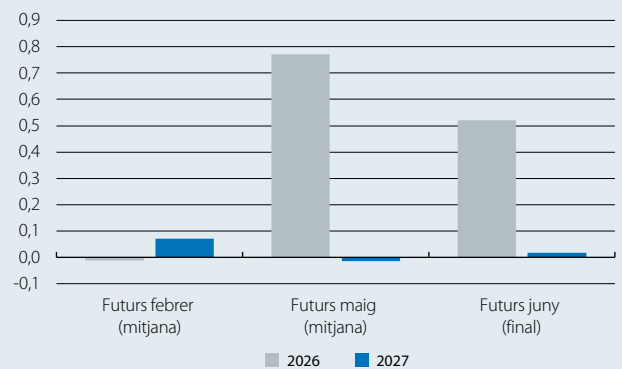
Variació interanual (%)



Nota: Totes les inflacions estan calculades amb els pesos fixos de l'IPCH del 2026.
Font: CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades d'Eurostat.

Zona de l'euro: contribució de l'energia a la inflació general segons els futurs del gas i del petroli

(p. p.)



Nota: La contribució estimada també incorpora totes les dades de l'IPCH disponibles a cada moment.
Font: CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades de Bloomberg i d'Eurostat.

cionista del conflicte: segons els futurs cotitzats al final de juny per al petroli i per al gas, l'impacte directe de l'energia sobre la inflació general de la zona de l'euro el 2026 es podria reduir en prop del 30% (vegeu l'últim gràfic).⁷ Fins i tot sota aquestes sendes de futurs favorables, la inflació de la zona de l'euro es podria apropar al 3% en la mitjana del 2026, però ho faria estant «una mica per sota» en comptes d'«una mica per damunt». I, gràcies a un context amb menys risc d'escenaris adversos, es reduirien també els riscos d'una propagació intensa cap a la resta de preus i s'incrementaria la confiança en el retorn al 2% al llarg del 2027.

7. Aquest impacte directe s'estima a través de regressions lineals que traslladen els futurs del petroli i del gas a l'IPCH dels combustibles i dels lubricants i a l'IPCH de l'energia exclosos els combustibles, respectivament.

El pròxim pressupost pren el relleu de l'NGEU en el Semestre Europeu

El 3 de juny, es va presentar l'anomenat «paquet de primavera», tram final del cicle anual de coordinació de les polítiques econòmiques, fiscals i de cohesió de la UE. L'any passat, el focus es va centrar en accelerar l'execució dels fons NGEU en la seva fase final i en reflectir l'orientació de la recentment estrenada Brúixola de la Competitivitat. El 2026, el Semestre Europeu reforça el seu paper com a marc per identificar les necessitats de reforma i d'inversió, amb la vista posada en el pròxim pressupost comunitari 2028-2034. Entre les prioritats: una major concreció per avançar en la integració efectiva del Mercat Únic, acompanyada d'un reforç de l'agenda de competitivitat en sectors estratègics i de l'encaix de les noves necessitats de despesa en el marc fiscal europeu.

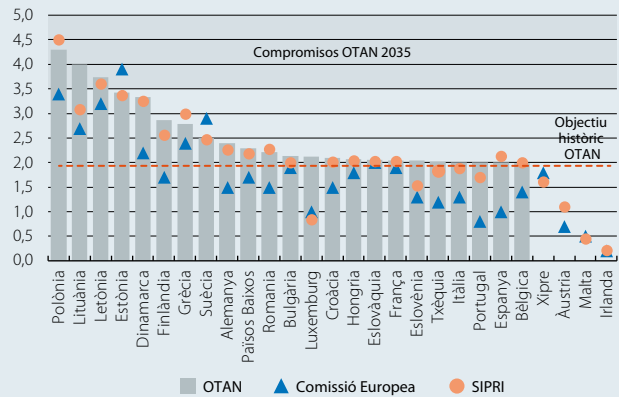
El context geopolític agreuja les febleses estructurals de la UE

El diagnòstic de partida és clar: no hi ha marge per a la complaença davant la combinació d'amenaques externes –risques de seguretat, canvi climàtic, tensions en els subministraments– i febleses internes –fragmentació del mercat interior, baix creixement de la productivitat. D'acord amb la Brúixola de la Competitivitat, les tres prioritats són: tancar la bretxa d'innovació, descarbonitzar l'economia i reduir les dependències estratègiques.¹ Per aquest motiu se situa en primer pla l'impuls a una integració efectiva del Mercat Únic mitjançant la reducció de les barreres, la simplificació reguladora i el desenvolupament de la Unió de l'Estalvi i la Inversió, amb recomanacions per canalitzar millor l'estalvi europeu cap a una inversió productiva.

En matèria de seguretat econòmica i d'autonomia estratègica, l'eix central és la reducció de les dependències en energia, en primeres matèries crítiques i en tecnologies clau. Iniciatives com *REPowerEU* i *AccelerateEU* busquen accelerar la diversificació dels subministraments, el desplegament de les renovables, l'electrificació i el reforç de les xarxes i de les interconnexions i configurar la transició energètica com un vector tant climàtic com geoeconòmic. En paral·lel, s'impulsa l'enfortiment de la base industrial en sectors estratègics, com el de defensa, amb el focus posat en les compres conjuntes –secundades per instruments com els préstecs SAFE– i en una major coordinació entre els Estats, la qual cosa permetria avançar en els nous compromisos de l'OTAN de manera més eficient (vegeu el primer gràfic).²

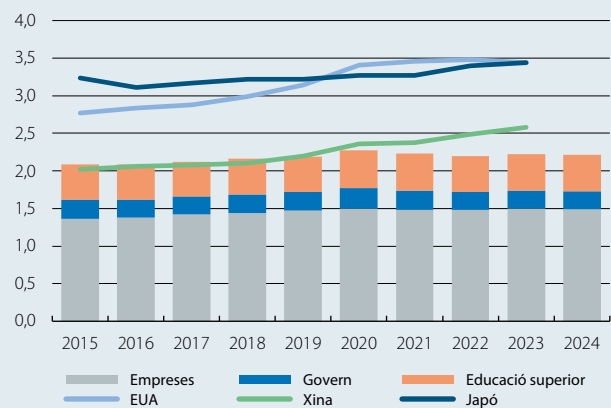
1. Vegeu el Focus «Quant ha avançat la UE amb la Brúixola de la Competitivitat?», a l'IM04/2026.
 2. Vegeu el Focus «El 5% del PIB en defensa: per què?, amb quina finalitat?, és factible?», a l'IM09/2025.

UE: despesa en defensa per país (2025)
(% del PIB)



Nota: Àustria, Xipre, Irlanda i Malta no són membres de l'OTAN.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OTAN, de la Comissió Europea i de l'Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI).

UE: despesa en R+D per sector i total d'altres països (2024)
(% del PIB)



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

Reptes múltiples sota les noves prioritats estratègiques

Les recomanacions per país reflecteixen una agenda més exigent que en el passat, articulada al voltant d'un nucli comú vinculat a les noves prioritats estratègiques. Així, per a les quatre grans economies, l'èmfasi combina competitivitat, funcionament del mercat interior i reformes estructurals. L'impuls a la innovació és una prioritat compartida davant la bretxa persistent amb els EUA i amb altres competidors globals com la Xina (vegeu el segon gràfic), amb recomanacions per a la inversió en R+D, per millorar la transferència de coneixement cap al teixit productiu, per facilitar l'accés al finançament i per desenvolupar ecosistemes que afavoreixin el creixement i l'escalat d'*startups*. També és una prioritat en aquests països la reducció dels colls d'ampolla administratius que limiten la capacitat

d'executar una inversió a gran escala. Les recomanacions en aquest àmbit incideixen en la millora de l'eficiència, en la reducció de les càrregues burocràtiques i en l'acceleració dels permisos.

Per la seva banda, a l'Europa central i oriental, el focus continua sent la transició energètica cap a fonts renovables des d'un *mix* actual més intensiu en carbó i en gas, juntament amb el reforç de la seguretat energètica. Als països bàltics i de l'est, la seguretat, la defensa i la preparació civil guanyen un pes específic en el marc de la guerra a Ucraïna, mentre que, al sud d'Europa, les recomanacions mantenen un major èmfasi en la cohesió social, en el mercat laboral i en la resiliència climàtica.

Una novetat rellevant enguany és el major protagonisme de l'habitatge en l'agenda europea.³ La Comissió no solament vincula els reptes en aquesta àrea a la cohesió social, sinó també a la competitivitat, pel seu impacte sobre la mobilitat laboral i sobre el funcionament del mercat de treball. Les recomanacions proposen actuar en diversos fronts: simplificar i accelerar els permisos i la planificació, mobilitzar sòl públic i millorar la coordinació entre nivells de govern, augmentar la construcció i la rehabilitació d'habitatge assequible i energèticament eficient, revisar els incentius fiscals que puguin distorsionar la demanda i fomentar la reutilització dels habitatges infrautilitzats.

El marc de governança fiscal: cintura a curt termini, friccions a mitjà termini

En conjunt, aquestes recomanacions reflecteixen una agenda d'inversió i de reformes més ambiciosa, el desenvolupament de les quals queda necessàriament condicionat per la situació de les finances públiques europees.⁴ El paquet de primavera d'enguany és el primer test complet del nou marc fiscal adoptat el 2024 i dels plans d'ajust nacional remesos el 2025.⁵ L'avaluació combina l'objectiu de garantir la sostenibilitat del deute públic a mitjà termini amb l'adaptació a un entorn de necessitats creixents de despesa estructural (defensa, energia, transformació digital i envelliment). La resposta ha consistit a introduir una flexibilitat limitada i temporal en el marc fiscal, que permet compatibilitzar, en alguns casos, la nova pressió de despesa amb la senda recomanada, però que manté un balanç de compliment heterogeni amb riscos de desviació concentrats el 2026.⁶

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

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

5. Vegeu el Focus «[El nou marc de governança econòmica de la UE](#)», a l'IM01/2025.

6. Emergeixen riscos moderats de desviació el 2026 per a economies rellevants com França i Espanya, tot i que delimitats i compatibles amb el compliment en termes acumulats, mentre que s'observen situacions més tensionades en un grup més reduït de països amb el risc d'incompliment material, com Hongria, Croàcia, Lituània o Bulgària; per a aquest últim cas, la Comissió estudia l'obertura d'un procediment de dèficit excessiu.

El principal instrument de flexibilitat és la clàusula nacional d'escapament per a defensa, activada l'any passat, que permet un marge addicional de despesa de l'1,5% del PIB fins al 2028, sense comprometre la sostenibilitat fiscal a mitjà termini. El 2026, se n'amplia l'àmbit per incloure, dins aquest límit i aquest horitzó, determinades mesures energètiques vinculades a la reducció de les dependències externes: fins al 0,3% del PIB anual i un màxim acumulat del 0,6% per a inversió en electrificació, xarxes, emmagatzematge, eficiència energètica o transició cap a energies netes.

Aquest disseny flexible permet absorbir l'impacte immediat dels xocs energètics i de seguretat sense alterar formalment l'ancora fiscal, però no elimina les tensions de fons: els marges són temporals, la despesa addicional s'incorporarà a les trajectòries fiscals i la sostenibilitat dependrà de combinar aquestes prioritats amb un major creixement potencial o amb ajustos en altres partides pressupostàries. En aquest context, la clau serà com es tradueixin els nous compromisos estructurals en la senda de despesa dels plans a mitjà termini, amb el risc que la UE no hagi resolt l'encaix de les seves prioritats estratègiques amb les regles fiscals i amb una major capacitat pressupostària comuna.

La pilota, a la teulada dels Governos nacionals

Amb la publicació del paquet de primavera, la Comissió defineix el diagnòstic i orienta les prioritats, però cal no oblidar que la implementació última recau en els Estats membres. A curt termini, hauran de tancar l'execució de l'NGEU, aplicar les recomanacions per país i tancar la negociació per al pressupost comunitari 2028-2034, que determinarà la capacitat real de la UE per finançar les seves ambicions en competitivitat, en defensa, en energia o en cohesió.⁷ En aquest context, el focus es desplaça de la resposta europea cap a l'execució nacional, en què factors com la capacitat administrativa, la lentitud reguladora o la fragmentació territorial poden ser determinants.

El debat, per tant, no es pot limitar a la dimensió europea ni a allò que es discuteix i s'acorda a Brussel·les. El tancament de l'NGEU marca el final d'un instrument excepcional i obliga a consolidar un marc més permanent d'inversió i de reformes. El Semestre Europeu apunta la direcció, però el relleu no serà automàtic i exigirà decidir quina part d'aquest enfocament, juntament amb la condicionalitat associada, s'incorpora als nous instruments financers del pròxim pressupost (els anomenats Plans d'Associació Nacionals i Regionals en la proposta inicial de la Comissió). En última instància, serà la capacitat –i la voluntat– dels Estats membres per aconseguir i per aplicar acords ambiciosos el que determinarà si la UE ha estat a l'altura del desafiament.

David Martínez Turégano

7. Vegeu el Focus «[Pressupost 2028-2034 per a la UE: missió impossible?](#)», a l'IM09/2025.

Europa necessita redirigir el seu elevat estalvi cap a inversions productives

La zona de l'euro ha mantingut una elevada capacitat de finançament, fins i tot durant els principals xocs, gràcies, sobretot, a les famílies.^{1,2} Per països, Alemanya ha estat la gran generadora de finançament, amb independència de la seva posició cíclica. Mentrestant, la capacitat de finançament d'Espanya o d'Itàlia s'ha vist més afectada per l'impacte de la crisi de l'euro, de la pandèmia i de la crisi energètica per la guerra a Ucraïna. Aquest comportament reflecteix diferències estructurals rellevants i enllaça amb el diagnòstic de l'informe Draghi³ i del «paquet de primavera» de la Comissió Europea:⁴ la regió disposa de recursos, però necessita mobilitzar-los de forma més eficaç cap a inversions productives que reforcin la competitivitat, l'autonomia estratègica i la capacitat d'adaptació a la nova realitat tecnològica, energètica i geopolítica.

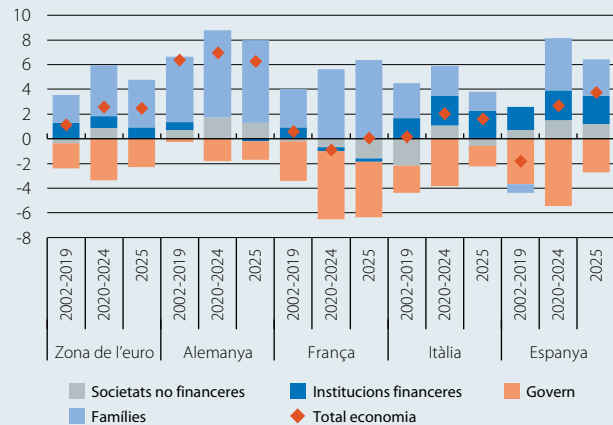
El problema d'Europa no és la falta de recursos per invertir

Abans de la crisi financera del 2008, l'estalvi brut de la zona de l'euro se situava al voltant del 22% del PIB i, després d'apropar-se al 20% el 2009-2010, es va tornar a recuperar de forma progressiva a partir del 2013, amb el suport de la correcció del desestalvi públic i de la recuperació de l'activitat econòmica. El 2019, l'estalvi brut del conjunt de l'economia vorejava el 25% del PIB. La pandèmia va alterar temporalment la composició de l'estalvi: a les llars va assolir màxims històrics, al voltant del 13% del PIB el 2020, en relació amb la mitjana del 8,0% de la dècada anterior, i va compensar el fort deteriorament del saldo de les Administracions públiques. Tot i que una part d'aquesta bossa d'estalvi s'ha anat consumint amb la normalització de l'activitat, l'estalvi de les llars continua superant la seva mitjana pre-pandèmia. En conseqüència, l'estalvi brut total de la zona de l'euro va assolir el 2025 gairebé el 24% del PIB, equivalent a uns 3,8 bilions d'euros.

No obstant això, aquest volum de recursos no s'ha traduït en una recuperació equivalent de la inversió. La inversió no financera bruta, després d'assolir una mitjana del 22,3% del PIB entre el 2002 i el 2008 per l'auge de la inversió residencial, va caure, després de la crisi financera, fins a mínims del 19% del PIB el 2014. Amb posterioritat, l'entorn de tipus baixos va permetre una certa recuperació, però la

1. Capacitat de finançament = estalvi brut – inversió bruta.
2. L'estalvi brut és la porció de la renda nacional bruta disponible (RNBD) que no es destina al consum final. És la suma de l'estalvi de diferents sectors institucionals (llars, empreses, Govern).
3. Vegeu el Focus «[Draghi proposa una política industrial europea com a motor davant els reptes de les properes dècades](#)», a l'IM10/2024.
4. Vegeu el Focus «[El pròxim pressupost pren el relleu de l'NGEU en el Semestre Europeu](#)», en aquest mateix informe.

Capacitat (+)/necessitat (-) de finançament per sector institucional (% del PIB)



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

pandèmia, l'augment de la incertesa i el tensionament de les condicions financeres derivat de la crisi energètica per la guerra a Ucraïna van limitar-ne l'avanç. El 2025, la inversió representava el 20% del PIB, uns 3,4 bilions d'euros. Aquesta discrepància entre l'estalvi i la inversió dona com a resultat una capacitat de finançament a la zona de l'euro d'uns 391.000 milions d'euros, el 2,5% del PIB. La qüestió no és l'absència d'estalvi, sinó la seva insuficient transformació en inversió dins la mateixa regió.

Alemanya explica una bona part de l'excés d'estalvi a la zona de l'euro

L'economia alemanya representa al voltant d'un terç de l'estalvi brut de la regió, amb un volum pròxim a 1,19 bilions d'euros el 2025, dels quals més del 47% correspon a l'estalvi de les llars. No obstant això, l'esforç inversor de l'economia ha estat relativament baix: el 2025, la inversió bruta va vorejar els 908.000 milions d'euros, al voltant del 20% del PIB, en relació amb el 21,4% de la zona de l'euro. Això explica que Alemanya registrés una capacitat de finançament pròxima als 282.000 milions d'euros, al voltant del 6% del seu PIB, gairebé el gros de la capacitat de finançament agregat de la zona de l'euro.

És previsible que el diferencial entre l'estalvi i la inversió a Alemanya es redueixi de forma gradual amb el desplegament del pla d'inversió en infraestructures, tot i que aquesta convergència serà lenta. A la resta de grans economies, llevat d'Espanya, la capacitat de finançament és més reduïda. França presenta un estalvi clarament inferior a la seva inversió des de la pandèmia, condicionat pel deteriorament de l'estalvi públic i per la necessitat de finançament

ment del sector empresarial.⁵ Espanya, en canvi, ha mostrat una millora notable de l'estalvi de les llars des de la pandèmia, que, juntament amb els esforços de consolidació del sector públic, va permetre registrar, el 2025, una capacitat de finançament del 3,7% del PIB, uns 63.000 milions d'euros.

L'estalvi de les llars es destina a actius poc líquids

Les famílies són la principal font de generació d'estalvi a la zona de l'euro, però sempre han mostrat un perfil «més conservador» a l'hora d'invertir aquest estalvi. L'habitatge és el seu principal actiu patrimonial: representa més del 55% de la seva riquesa neta total, més del 50% de la riquesa en el *bottom* 50% i del 45% en el decil més alt. També s'observa una preferència significativa pels dipòsits, que representen gairebé el 14% de la riquesa total, més del 40% en el cas de les llars en el *bottom* 50%, però amb prou feines el 10% en el decil més alt. En canvi, s'observa que l'exposició a actius financers amb una major rendibilitat esperada (fons d'inversió i accions) amb prou feines assoleix el 9% per al total de les famílies i, a més a més, es concentra majoritàriament en el percentil de riquesa més elevat, mentre que, entre el *bottom* 50%, amb prou feines representa el 3% de la seva riquesa.^{6,7}

Mentrestant, als EUA, la tinença d'actius financers és una pràctica més estesa. De fet, per al conjunt de les famílies, l'habitatge representa menys del 20% de la riquesa i els dipòsits amb prou feines representen el 8% del seu patrimoni. No obstant això, les accions corporatives i els fons d'inversió concentren més del 30% de la riquesa.⁸ Hi ha importants diferències entre trams de riquesa, però, fins i tot entre els grups menys rics, es detecta una clara preferència per productes financers una mica més complexos. De fet, per a les llars en el *bottom* 50%, la renda variable i els fons d'inversió representen el 14% de la riquesa

total (lluny d'un percentatge superior al 50% en el cas de les famílies més riques), mentre que els dipòsits representen entre el 15% i el 20%. Pel que fa a l'habitatge, representa al voltant del 30%-40% de la riquesa entre les famílies menys riques i amb prou feines representa entre el 8% i el 13% de la riquesa entre les famílies més riques.⁹

Cal assignar de manera més eficient l'estalvi a la zona de l'euro

En definitiva, la qüestió central per a Europa no és quant estalvia, sinó com aconseguir que aquest estalvi financi el seu creixement futur. La comparació amb els EUA il·lustra bé aquesta diferència: a Europa, una part significativa de la riquesa de les llars continua concentrada en l'habitatge i en els dipòsits, mentre que, als EUA, la major presència d'inversions en accions i en fons reflecteix l'existència de mercats de capitals més profunds, líquids i desenvolupats. Aquesta major profunditat facilita que l'estalvi arribi amb més rapidesa i en millors condicions a les empreses, en especial a aquelles amb més necessitats de finançament a llarg termini i amb més risc, com les *startups*, les companyies innovadores o els projectes vinculats a la transició energètica i tecnològica. Aquest diagnòstic coincideix amb el paquet de primavera de la Comissió Europea, que proposa avançar en la Unió de l'Estalvi i la Inversió com a vehicle necessari per transformar la seva elevada capacitat de finançament en més creixement potencial, en més innovació i en una millor resposta davant els reptes geopolítics, tecnològics i climàtics.

Rita Sánchez Soliva

5. Atès que Eurostat no publica dades sobre el repartiment de dividendes per a tots els països, utilitzem el benefici brut operatiu com a *proxy* de la renda generada per les empreses. La diferència entre aquest benefici i l'estalvi brut de les empreses apunta al fet que, a França, la caiguda en l'estalvi de les empreses no s'explica per un deteriorament dels marges, sinó per una major pressió dels costos financers i/o per una política de repartiment de dividendes més generosa que la dels seus socis.

6. Vegeu el Focus «Qui té una casa té un tresor», a l'IM05/2024.

7. A la seva enquesta *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS), el BCE publica informació per als decils 6, 7, 8, 9 i 10 i per al 50% inferior (*bottom* 50%). Els decils divideixen la sèrie de riquesa ordenada de menor a major en 10 parts iguals i permeten diferenciar la població pel nivell de riquesa. Així, els decils més baixos representen la població menys rica i el decil 10, la més rica.

8. Accions corporatives engloba les accions d'empreses nacionals i estrangeres, cotitzades i no cotitzades, a preus de mercat, així com les participacions directes en empreses, no solament les accions en borsa. Fons d'inversió fa referència als fons de renda variable, als fons mixtos i als fons de renda fixa. Entre d'altres, no incorpora ni els fons monetaris ni els títols de deute adquirits directament, que compten amb les seves respectives categories per comptabilitzar-se.

9. Al seu *Distributional Financial Accounts*, la Fed publica la distribució de la riquesa en funció del seu percentil. Presenta cinc grans percentils principals: el 0,1% més ric (multimilionaris), la resta de l'1% superior, el següent 9% (*top* 10%), després el 40% (classe mitjana i mitjana-alta) i el 50% inferior.

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	04/26	05/26	06/26
Activitat									
PIB real	2,8	2,1	2,1	2,3	2,0	2,7	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,4	4,5	4,8	4,6	3,9	4,6	5,0	5,6	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	96,1	93,1	97,4	94,2	90,7	93,8	90,6	91,2
Producció industrial	–0,7	1,1	0,5	1,7	1,6	0,8	1,4	1,7	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,8	48,7	48,2	52,6	52,7	54,0	53,3
Habitatges iniciats (milers, mitjana mensual)	1.370	1.356	1.356	1.347	1.323	1.418	1.392	1.177	...
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	4,2
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,1	59,8	59,8	59,6	59,7	59,3	59,1	59,2	59,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,3	–3,5	–3,4	–3,1	–2,5	–2,3	...	...
Preus									
Inflació general	2,9	2,6	2,4	2,9	2,7	2,7	3,8	4,2	...
Inflació nucli	3,4	2,8	2,8	3,1	2,6	2,5	2,8	2,9	...

JAPÓ

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Activitat									
PIB real	–0,2	1,1	1,9	0,5	0,3	0,4	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	37,2	34,7	33,2	34,8	36,7	36,9	32,2	33,6	33,8
Producció industrial	–3,0	0,1	0,1	–1,1	–1,3	1,2	2,0	1,2	...
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	2,5	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,7	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,1	...
Preus									
Inflació general	2,7	3,2	3,4	2,9	2,7	1,4	1,3	1,5	...
Inflació subjacent	2,4	3,0	3,2	3,2	3,0	2,6	1,9	1,8	...

XINA

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
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	0,2	–0,6	...
Producció industrial	5,6	5,9	6,2	5,8	5,0	6,0	4,1	4,5	...
PMI manufactures (oficial)	49,8	49,6	49,4	49,5	49,4	49,6	50,3	50,0	50,3
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.187	1.145	1.174	1.187	1.176	1.165	1.167	...
Exportacions	4,6	5,5	6,0	6,5	3,8	14,5	13,9	19,2	...
Importacions	1,0	0,2	–0,8	4,7	3,6	23,2	25,2	27,4	...
Preus									
Inflació general	0,2	0,1	0,0	–0,2	0,6	0,8	1,2	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	6,8	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	04/26	05/26	06/26
Vendes al detall (variació interanual)	1,2	2,4	3,1	2,0	2,3	1,9	1,0	...	...
Producció industrial (variació interanual)	-2,9	1,6	1,5	1,5	1,9	-1,6	0,3	...	...
Confiança del consumidor	-12,6	-13,4	-14,1	-13,6	-12,9	-13,7	-20,5	-19,0	-17,7
Sentiment econòmic	95,9	95,9	95,0	95,9	97,1	97,8	93,3	93,7	95,0
PMI manufactures	45,9	49,1	49,3	50,1	49,5	50,6	52,2	51,6	51,4
PMI serveis	51,5	51,3	50,1	50,9	53,0	51,2	47,6	47,7	49,4
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,4	3,7	3,7	3,8	3,9	3,8	3,8	3,8	...
França (% pobl. activa)	7,5	7,7	7,6	7,8	8,0	8,1	8,2	8,2	...
Itàlia (% pobl. activa)	6,6	6,1	6,3	6,0	5,7	5,2	5,1	5,0	...
PIB real (variació interanual)	0,9	1,5	1,6	1,4	1,2	0,3	-	-	-
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	04/26	05/26	06/26
General	2,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	3,0	3,2	2,8
Nucli	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,6	2,4

Sector exterior

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Saldo corrent	3,0	2,0	2,4	2,2	2,0	2,1	2,0	...	...
Alemanya	5,9	4,5	5,0	4,7	4,5	4,4	4,3	...	...
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	97,4	96,7	96,1

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	04/26	05/26	06/26
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	0,8	2,7	2,6	2,9	3,0	3,0	3,4	4,0	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	0,5	2,2	2,1	2,5	2,9	3,0	3,0	3,1	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	4,9	3,4	3,4	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	...
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	3,6	3,6	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	-3,9	5,0	5,3	5,5	5,4	5,4	4,0	4,3	...
Altres dipòsits a curt termini	12,4	-0,1	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	0,9	1,4	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	11,0	4,4	0,9	0,8	0,9	3,2	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	3,0	1,9	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	...

Notes: 1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda. 2. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 3. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 5. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.

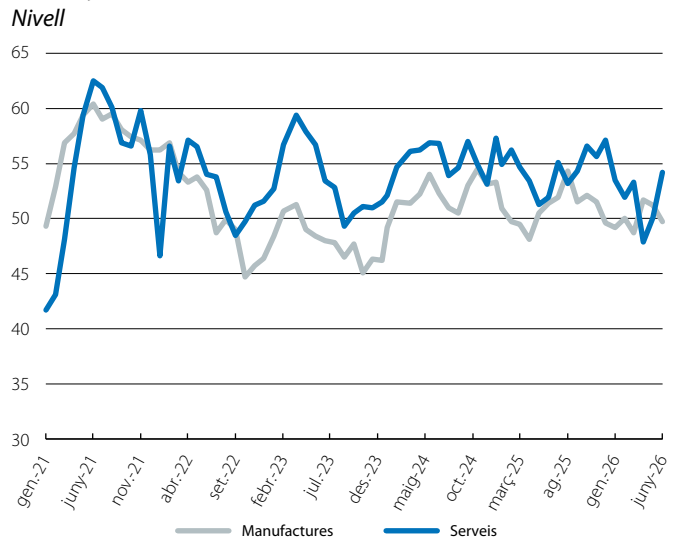
L'economia espanyola entre dues aigües: desacceleració o recuperació?

La millora de les perspectives del conflicte entre els EUA i l'Iran dilueix les alertes primerenques de desacceleració de la nostra economia. Un cop transcorreguts quatre mesos des de l'esclat del conflicte, ja durant el mes passat es van començar a detectar senyals que apuntaven que el ritme de creixement de l'economia es podria estar veient afectat per les implicacions del conflicte sobre el mercat energètic, la confiança i les condicions financeres. No obstant això, la reobertura parcial de l'estret d'Ormuz després del recent acord signat entre els EUA i l'Iran ha contribuït a alleujar, en gran part, les tensions als mercats energètics, la qual cosa alleuja la pressió que s'ha anat acumulant sobre l'economia i foragita el fantasma de la desacceleració.

Els indicadors d'activitat han virat a l'alça en relació amb el mes anterior. Pel costat del consum –l'àrea que s'hauria de veure més afectada per l'impacte de l'augment de la inflació–, hem vist un bon comportament al maig. L'índex de comerç al detall va repuntar el 0,6% intermensual i va recuperar una part del terreny perdut amb la mala dada de l'abril (el -1,5%), tot i que la mitjana de l'abril i el maig es continua situant el 0,5% per sota de la mitjana del 1T. Igualment, en el mateix mes, la producció industrial ha crescut amb força, de manera que la taxa interanual s'accelera del 2,3% al 3,4%. Per la seva banda, molt bones dades del sector turístic. Al maig, les arribades de turistes internacionals van créixer el 9,5% i el 10,9% interanual, en relació amb l'1,2% i el 4,6% registrats al maig de l'any passat. Aquest bon comportament és coherent amb la visió que el sector turístic espanyol s'hauria de beneficiar del conflicte al Pròxim Orient per la redirecció dels fluxos turístics i apunta a una temporada alta de rècord. Finalment, el PMI compost va repuntar amb força al juny, fins a assolir els 53,3 punts (50,1 el mes anterior), molt per damunt del llindar que marca absència de canvis (>50 punts) i el registre més alt des del desembre del 2025. En conjunt, i tenint en compte les dades del mercat laboral que comentem tot seguit, el quadre d'indicadors mostra que el creixement del PIB en el 2T 2026 es podria situar per damunt del 0,3% intertrimestral que contempla el nostre escenari.

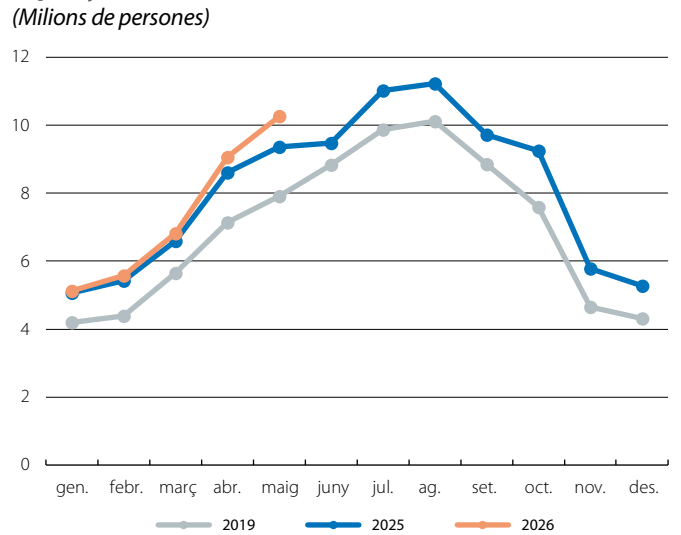
El mercat laboral tanca el 2T amb un fort creixement de l'afiliació per l'efecte de la regularització, tot i que, sense aquest efecte, el ritme de creixement es manté dinàmic. En el conjunt del 2T, i comparant amb els afiliats mitjans del 1T, l'afiliació va créixer prop de 595.000 persones, per damunt de les 540.000 que es van registrar en la mitjana dels 2T entre el 2023 i el 2025. No obstant això, segons el Govern, s'han donat d'alta prop de 160.000 afiliats arran del procés de regularització, de manera que la variació intertrimestral, neta de l'efecte de la regularització, se situa al voltant dels 435.000 afiliats, una mica per sota

Espanya: índexs PMI



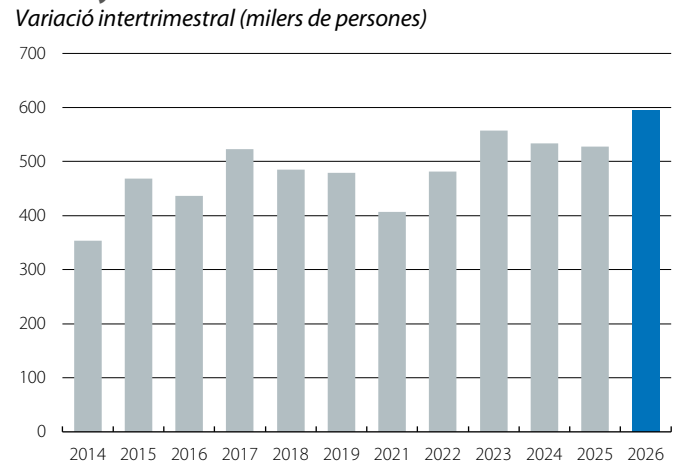
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.

Espanya: arribada de turistes internacionals



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social en el 2T de l'any *



Nota: * Sèrie bruta.

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

del que és habitual en aquest trimestre. En termes desestacionals, estimem que la xifra corregida representa un creixement intertrimestral de l'afiliació del 0,5% en el 2T, un ritme dinàmic i que coincideix amb el ritme d'avanç del trimestre anterior.

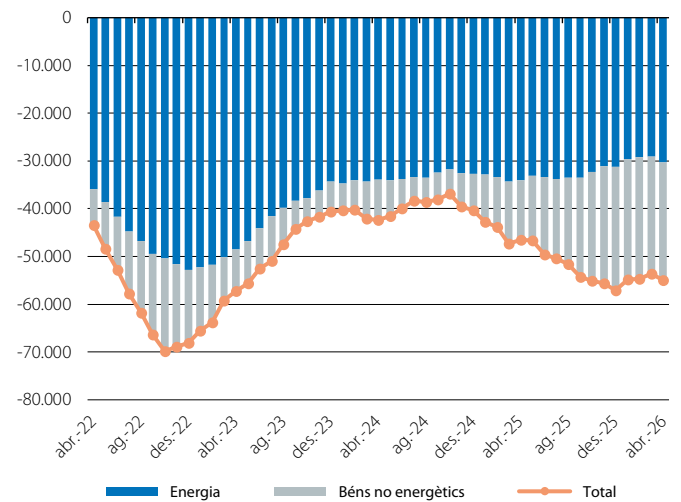
L'augment dels preus de l'energia comença a aflorar en les dades del sector exterior, però no trunquen la senda de millora del saldo comercial des de l'inici de l'any. A l'abril, el dèficit comercial es va situar en 5.172 milions d'euros, des dels 3.882 milions d'un any abans, a causa del major creixement de les importacions, del 8,7% interanual, que de les exportacions, del 5,8%. Aquest augment va ser impulsat per la forta embranzida de les importacions de productes energètics (el +32,2%), motivada, principalment, per l'encariment dels preus. Malgrat el deteriorament provocat pel component energètic a l'abril, el saldo comercial acumulat entre el gener i l'abril llança un dèficit de 16.850 milions d'euros, inferior al registrat en el mateix període del 2025, de 18.982 milions. És de preveure, però, que les dades que es publiquin del maig i del juny continuïn mostrant un deteriorament del saldo energètic que llasti l'evolució del saldo comercial.

Al juny, la inflació es manté estable en el 3,2%, però comença a reflectir els efectes de la caiguda dels preus de l'energia. Malgrat que, al juny, es van retirar les mesures de suport impositives sobre les factures del gas i de l'electricitat, la inflació del component energètic amb prou feines es va accelerar en relació amb el mes anterior. Això va ser possible gràcies a la marcada correcció dels preus dels carburants a les benzineres, reflex de la caiguda del preu del petroli als mercats internacionals. Per la seva banda, malgrat que la inflació nucli va recular 1 dècima, es manté encara elevada en el 3,1%, a causa, en gran part, del component de serveis, afectat per les partides de transport, particularment aeri, que són les més directament afectades per l'augment del preu de l'energia dels últims mesos. De cara als propers mesos, és probable que vegem un repunt de la inflació per la retirada gradual de les ajudes impositives sobre els carburants, però, en qualsevol cas, la caiguda del preu dels futurs del petroli apunta al fet que la senda de la inflació per a la resta de l'any serà inferior a la prevista amb anterioritat a l'acord entre els EUA i l'Iran.

A l'avantsala del conflicte a l'Iran, la taxa d'estalvi de les llars es mantenia elevada. En l'acumulat de quatre trimestres, la taxa d'estalvi de les famílies es va situar, en el 1T 2026, en l'11,8%, amb prou feines 0,2 p. p. per sota del registre del mes anterior i molt per damunt de la mitjana entre el 2015 i el 2019, del 7,3%. Aquesta elevada taxa d'estalvi proporciona un matalàs amb què les llars poden afrontar l'augment de la inflació que s'ha produït al llarg del 2T. Si faran ús d'aquest matalàs o no, és una qüestió encara oberta. Ara com ara, el lleuger deteriorament observat dels indicadors relacionats amb el consum apunta al fet que és possible que les llars hagin optat per protegir el seu matalàs i ajustar les decisions de consum.

Espanya: saldo comercial de béns

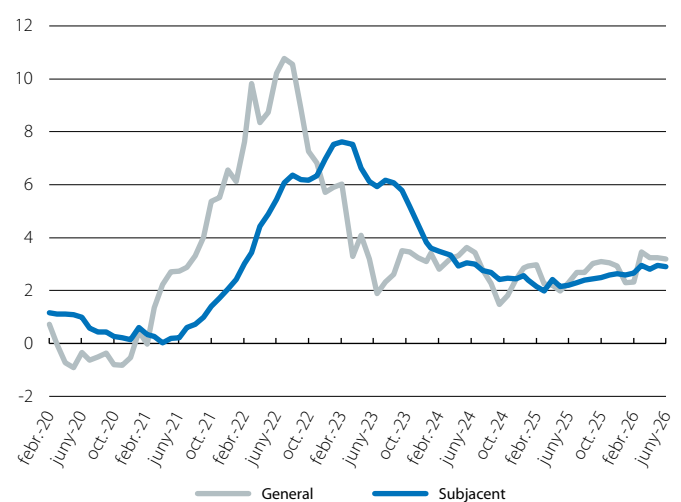
Milions d'euros (acumulat de 12 mesos)



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

Espanya: IPC

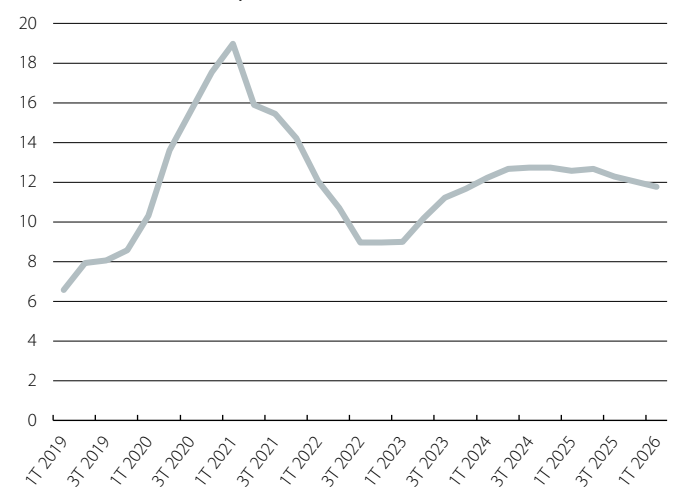
Variació interanual (%)



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

Espanya: taxa d'estalvi de les llars

(% de la renda bruta disponible) *



Nota: * Acumulat de quatre trimestres.

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

El recorregut del creixement de l'ocupació a Espanya

És ben conegut que l'ocupació a Espanya ha experimentat un fort creixement en els últims anys. La taxa d'atur també s'ha reduït de manera notable i s'ha situat en el 10,5% el 2025, el millor registre des del 2008 i gairebé 4 p. p. per sota de la dada del 2019. No obstant això, continua sent una de les més elevades de la zona de l'euro. A més a més, el nombre de llocs de treball vacants el 2025 va ser gairebé el 50% superior al del 2019; el 40% de l'ocupació creada va ser ocupada per treballadors nascuts a l'estranger, i, en el 2T 2026, més del 40% de les empreses van declarar que estaven condicionades per la disponibilitat de mà d'obra.¹ D'acord amb aquestes xifres, cal preguntar-se si el mercat laboral podrà continuar donant suport al creixement de l'economia espanyola.

Una part important de l'atur es concentra en col·lectius amb dificultats d'inserció laboral, entre els quals destaquen els aturats de llarga durada. En els anys previs a la crisi financera del 2008, només el 25% dels aturats portaven més d'un any buscant feina, un col·lectiu que va superar el 50% en el període de recuperació posterior i que s'ha mantingut al voltant del 40% en els últims anys (el 35% en el 1T 2026).

A aquest factor se suma un augment de l'atur entre els treballadors més grans. El pes dels aturats de 55 anys o més s'ha incrementat de manera substancial des de la crisi financera i, en el cicle actual, gairebé duplica el nivell previ al 2008. La formació també exerceix un paper determinant: al voltant de la meitat dels aturats té un nivell formatiu baix.² Aquests tres factors –llarga durada, edat avançada i baixa formació– configuren una bossa d'atur de difícil reabsorció.

Els col·lectius amb una major ocupabilitat presenten una taxa d'atur més reduïda. Per exemple, la taxa d'atur de les persones entre els 25 i els 49 anys amb menys d'un any en situació d'atur se situa al voltant del 6%, un nivell considerablement inferior al del conjunt de la població, tot i que encara superior al 4% de la zona de l'euro.

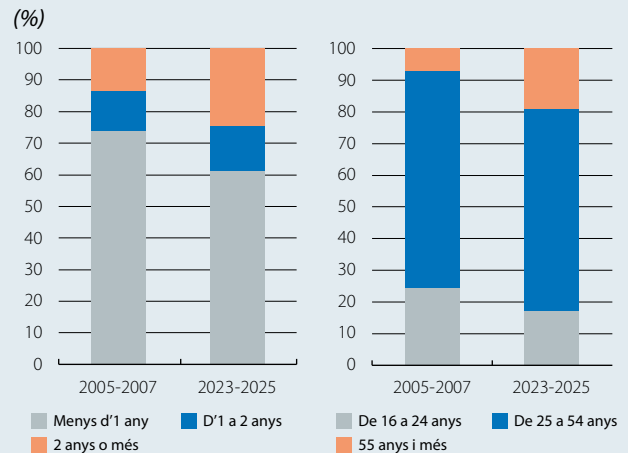
Per sectors d'activitat, la taxa d'atur se situa per sota del 5% en la meitat de les branques, les mateixes que concentren el 40% de l'ocupació. Al seu torn, les branques amb taxes d'atur més baixes solen presentar nivells salarials més elevats.

El mercat laboral espanyol presenta encara un nivell de folgança relativament ampli a nivell agregat, de manera que hauria de poder continuar donant suport al creixement econòmic. Però, perquè això sigui possible, és fonamental reforçar els mecanismes que incentiven i faciliten la inserció laboral de les persones amb més dificultats a l'hora de trobar feina. Les polítiques actives d'ocupació són una peça clau, en particular les enfocades a la formació en sectors i en professions amb més dificultats per trobar mà d'obra.

Zoel Martín Vilató

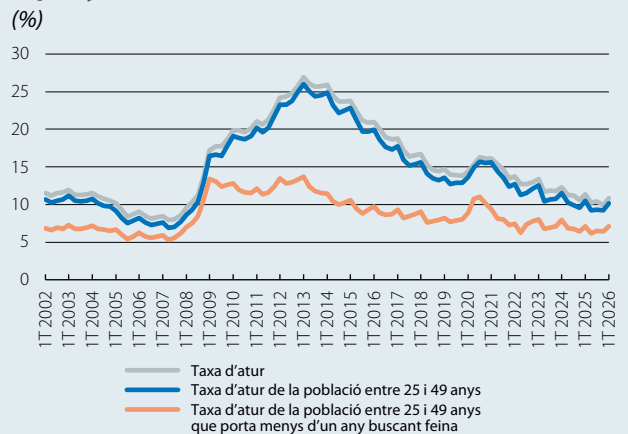
1. Enquesta EBAE del Banc d'Espanya.
2. Nivell formatiu baix: haver cursat com a màxim la primera etapa de l'educació secundària.

Espanya: composició de l'atur per temps de cerca i per edat



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

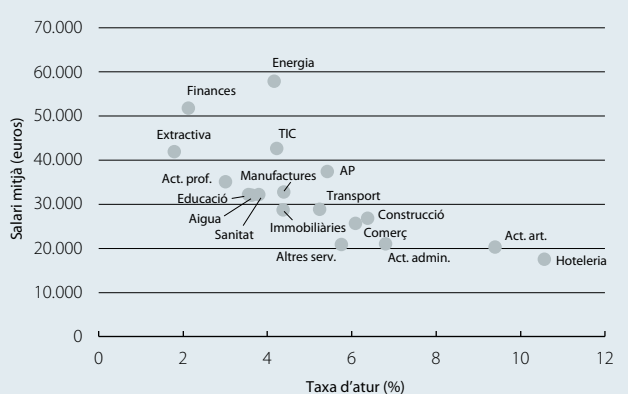
Espanya: taxes d'atur alternatives



Nota: Les taxes d'atur de la població entre els 25 i els 49 anys es calculen sobre la base de la població activa del mateix tram d'edat.

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

Espanya: taxes d'atur i salaris per branca d'activitat



Nota: El càlcul de les taxes d'atur sectorials exclou els aturats que porten més d'un any buscant feina.

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

Del menú del dia al dissabte a la nit: patrons intersetmanals del consum en restauració a Espanya

Després del fort impuls posterior a la pandèmia, la restauració espanyola ha entrat en una fase de creixement més sostenible, amb un avanç de la despesa encara dinàmica, associat a l'impuls del sector turístic, tot i que més moderat que en anys recents. Més enllà d'aquesta evolució, posem el focus en el marcat patró estacional del sector, i, aprofitant l'elevada granularitat de les dades de despesa amb targeta als TPV de CaixaBank,¹ aquest article analitza l'estacionalitat intersetmanal de la despesa en restauració, és a dir, com es distribueix la demanda al llarg dels dies de la setmana.

La major part de la despesa en restauració es produeix entre el divendres i el diumenge

L'activitat en restauració es concentra en els últims dies de la setmana. De fet, es tracta d'un patró força estable en els últims anys (vegeu el primer gràfic), tot i que, entre el 2021 i el 2022, es va registrar fins i tot un lleuger repunt del pes relatiu entre el divendres i el diumenge, vinculat, probablement, al teletreball i a canvis en els hàbits d'oficina, que van reduir de forma parcial el consum del dilluns al dijous. En qualsevol cas, l'efecte va ser limitat i s'ha anat corregint. El 2025, entre el divendres i el diumenge, es concentra una mica més del 57% de la despesa setmanal (només 0,7 p. p. més que el 2019), en relació amb una mica menys del 43% entre el dilluns i el dijous.

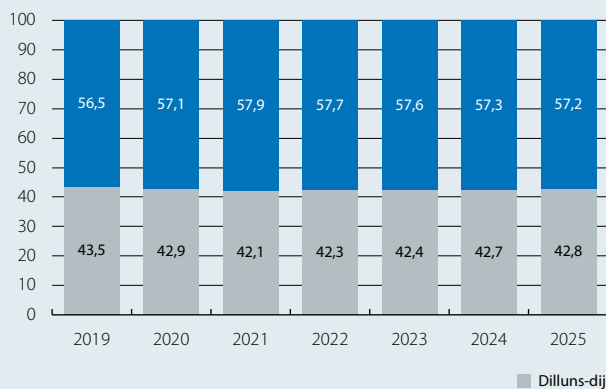
Aquesta importància relativa del divendres al diumenge apunta a un tret estructural del sector: el consum en restauració està fortament vinculat als moments d'oci, situació que es va veure impulsada en els anys immediatament posteriors a la pandèmia. La major concentració de la despesa als divendres i als caps de setmana s'explica, en un grau més alt, per un import més elevat per transacció, tot i que el major nombre d'operacions també hi contribueix. Entre el divendres i el diumenge, es concentra al voltant del 53% de les operacions, 4 punts menys que quan miràvem el percentatge de despesa.

La clau rau en el tiquet mitjà: mentre que, entre el dilluns i el dijous, se situa al voltant dels 16,5 euros per transacció, en els tres últims dies de la setmana, voreja els 23 euros, és a dir, el 37% més.² Una possible interpretació d'aquest diferencial és l'estructura diferent dels preus i dels formats de consum durant la setmana laboral i durant els divendres-diumenge: durant els dies laborables, és més habitual la presència d'ofertes, com el menú del dia. En canvi, aquest tipus d'opcions perden pes durant els divendres-diumenge.

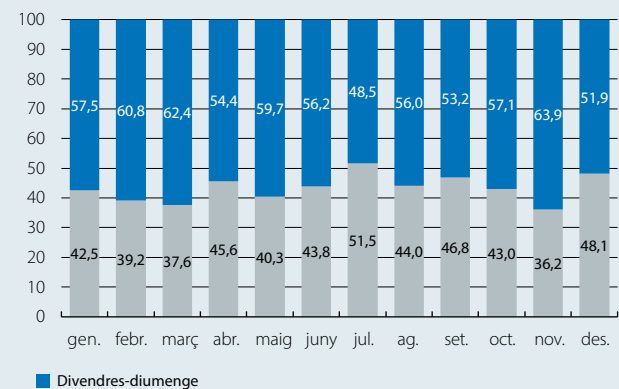
Cal preguntar-nos si aquest patró es reproduïx de manera homogènia al llarg de l'any o si s'aprecia una certa variació estacional. A grans trets (vegeu el segon gràfic), s'observa que el pes de la despesa entre el dilluns i el dijous és relativament major en els mesos

Espanya: evolució de la despesa en restauració al llarg de la setmana

Import de les operacions de despesa en restauració
(% sobre el total de la despesa anual)



Despesa setmanal al llarg del 2025
(% sobre el total de la despesa mensual)



Nota: L'anàlisi es limita a les operacions superiors a 5 euros per mitigar el biaix derivat del major ús de la targeta en pagaments de petit import després de la pandèmia.

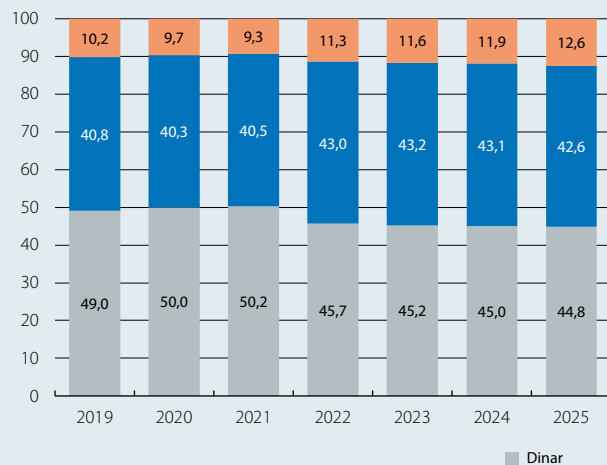
Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

- Segons les nostres dades internes, el 40,5% de la facturació total del restaurant mitjà espanyol es concentra en només quatre mesos de l'any (temporada alta del juny al setembre), tal com ho analitzem a «[El sector de la restauració el 2024: el que revelen les dades de milions de transaccions de pagaments amb targetes](#)», a l'Informe Sectorial de Turisme 1S 2025.
- Aquestes dades del tiquet mitjà corresponen a l'any 2025, però cal assenyalar que, de nou, aquesta bretxa s'ha mantingut molt estable al llarg dels últims anys i que les xifres no difereixen de manera significativa de les del 2019.

Espanya: despesa en restauració al llarg de la setmana i del dia

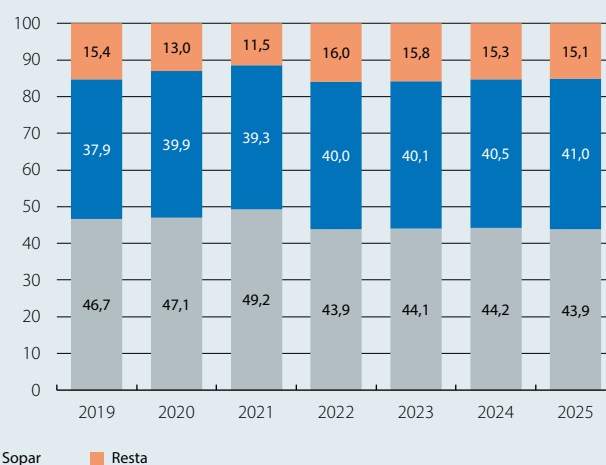
Despesa del dilluns al dijous

(% sobre el total de la despesa del dilluns al dijous)



Despesa del divendres al diumenge

(% sobre el total de la despesa del divendres al diumenge)



Nota: L'anàlisi es limita a les operacions superiors a 5 euros per mitigar el biaix derivat del major ús de la targeta en pagaments de petit import després de la pandèmia.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

amb més intensitat d'oci i amb més presència de festius, com el juliol, el desembre o l'abril (Setmana Santa), la qual cosa tendeix a suavitzar la diferència entre els dilluns-dijous i els divendres-diumenge.

En els últims anys, el sopar resta quota a la despesa en el dinar

L'evolució de la despesa en restauració apunta a un canvi molt gradual en els patrons de consum al llarg del dia: tot i que el dinar continua sent el moment clau i més rellevant, el sopar ha anat guanyant pes relatiu amb el pas del temps, tant del dilluns al dijous com, sobretot, del divendres al diumenge.

Entre el dilluns i el dijous, el sopar ha passat de representar el 40,8% de la despesa el 2019 al 42,6% el 2025, mentre que el dinar ha reduït el seu pes del 49,0% al 44,8%. Una tendència similar s'observa del divendres al diumenge, on el sopar augmenta la seva participació del 37,9% al 41,0%. La pandèmia va introduir una alteració temporal d'aquest patró: el 2021, s'aprecia un repunt del dinar durant els divendres-diumenge (el 49,2% de la despesa, en relació amb el 46,7% del 2019), associat, probablement, a una recuperació del consum condicionada encara per les restriccions i més concentrada en horaris diürns. No obstant això, en els anys posteriors, el repartiment de la despesa es torna a desplaçar de forma gradual cap al sopar.

Aquesta evolució apunta a una certa recomposició de la despesa cap a moments de consum més vinculats a l'oci i a la socialització, en especial en el tram final de la setmana. Malgrat que el dinar continua concentrant la major part de la despesa, l'avanç relatiu del sopar reforça la idea que la restauració del divendres al diu-

menge es basa cada vegada més en experiències de consum més discrecional i amb una despesa mitjana més elevada.

Hi ha una certa heterogeneïtat en els patrons de consum entre províncies

A totes les províncies espanyoles, el percentatge de despesa en restauració del divendres al diumenge supera el de la realitzada durant la resta de la setmana. No obstant això, en analitzar la distribució d'aquesta variable i en contrastar el comportament entre els dilluns-dijous i els divendres-diumenge, apareixen diferències notables, tal com ho reflecteixen els mapes de l'últim gràfic.

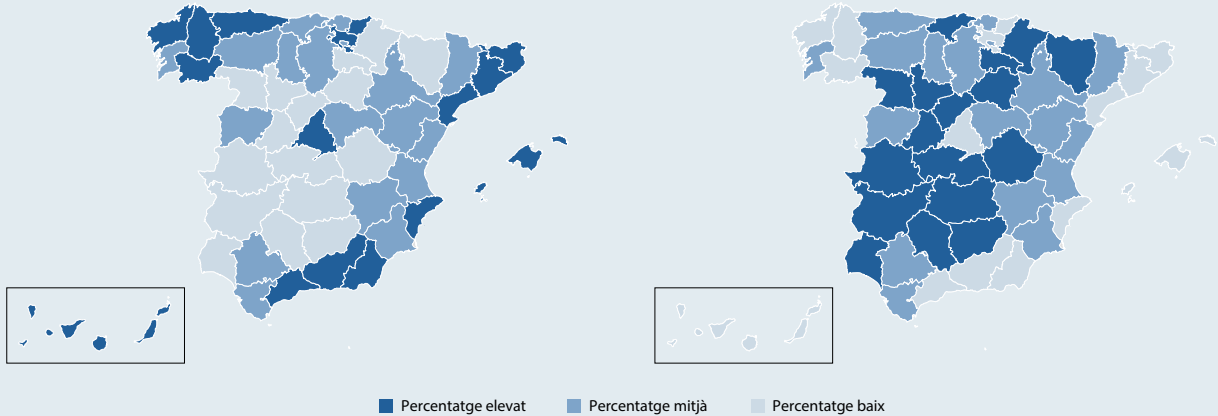
La despesa al llarg de la setmana laboral tendeix a ser relativament més elevada a les províncies amb una major densitat econòmica i urbana, on la restauració es beneficia de l'activitat laboral i del consum recurrent associat al dia a dia. En canvi, a bona part de l'interior peninsular i en algunes províncies de l'oest i del sud, la despesa del divendres-diumenge guanya pes relatiu i reflecteix un patró més vinculat a l'oci i a la socialització. En conjunt, aquest contrast apunta a la coexistència de dos perfils territorials de demanda: un més estructural i sostingut durant la setmana i un altre més concentrat i dependent del consum en el tram final de la setmana.

Un esment a part mereixen l'arc mediterrani i algunes províncies turístiques, que presenten un patró més mixt, ja que combinen un pes relativament elevat de la despesa entre setmana amb una presència també significativa del consum del divendres al diumenge, situació coherent amb una demanda més diversificada i més associada al consumidor estranger.

Espanya: distribució de la despesa en restauració al llarg de la setmana, segons la província

Despesa del dilluns al dijous

Despesa del divendres al diumenge



Notes: Dades del 2025. El percentatge és «elevat» si supera el percentil 66 (P66) de la distribució, «mitjà» si se situa entre el P66 i el P33, i «baix» si és inferior al P33.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

L'anàlisi de la despesa en restauració a Espanya posa de manifest l'elevada persistència d'un patró clarament concentrat del divendres al diumenge, on es genera més de la meitat de la despesa, impulsada per un tiquet mitjà més elevat i vinculada a moments d'oci. No obstant això, aquest patró presenta una certa estacionalitat –amb un major pes relatiu del consum entre setmana en períodes festius o de major activitat lúdica– i diferències territori-

als que reflecteixen la coexistència de perfils de demanda més vinculats a l'activitat econòmica diària i d'altres més orientats a l'oci. A més a més, s'observa una evolució gradual en els hàbits al llarg del dia, amb una lleugera pèrdua de protagonisme del dinar a favor del sopar, en especial en el tram final de la setmana, la qual cosa suggereix, de nou, una orientació creixent del consum cap a experiències més socials i discrecionals.

Pedro Álvarez Ondina i Eduard Alcobé Garcia

El canvi climàtic i la fidelització del turisme internacional: noves evidències per a Espanya

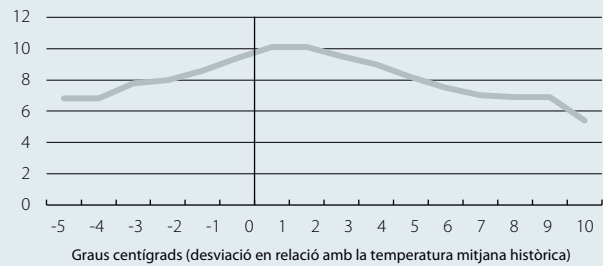
El turisme internacional ha estat una de les grans fortaleces de l'economia espanyola en els últims anys. Després de la recuperació posterior a la pandèmia, el sector ha tornat a registrar xifres molt elevades d'arribades i de despesa i ha reforçat el seu paper com a motor d'activitat, d'ocupació i de generació de renda a una bona part del territori. No obstant això, aquesta posició de lideratge conviu amb un repte estructural de primer ordre: el canvi climàtic. Espanya és una destinació molt competitiva per la riquesa de la seva oferta, per la qualitat de les seves infraestructures i per l'amplitud del seu calendari turístic, però una part rellevant del seu atractiu es basa encara en unes condicions climàtiques que estan canviant amb rapidesa. En aquest context, és important entendre com reaccionen els turistes davant experiències tèrmiques extremes per anticipar els riscos i les oportunitats del sector.

En un article publicat anteriorment,¹ vam analitzar per primera vegada, a partir de les dades internes de pagaments amb targetes estrangeres als TPV de CaixaBank, creuades amb la informació climàtica de l'European Union's Copernicus Land Monitoring Service Information, si les onades de calor afectaven la probabilitat que un turista internacional tornés a Espanya. En aquesta anàlisi, vam trobar que els turistes que havien experimentat temperatures excepcionalment elevades durant la seva estada mostraven una menor propensió a tornar l'any següent. En concret, quan la desviació de la temperatura mitjana en relació amb la seva referència històrica superava els 8 °C –que consideràvem que era una onada de calor extrema–, la probabilitat de repetir la visita es reduïa el 13,8%. L'actualització d'aquesta anàlisi amb dades del 2024 i del 2025 confirma que aquest patró no va ser un episodi aïllat, sinó una regularitat que persisteix en el temps.

El primer gràfic mostra que la relació entre l'experiència tèrmica i la fidelització manté una forma molt similar a l'observada amb anterioritat. Quan la temperatura experimentada pel turista se situa al voltant de la seva mitjana històrica, la propensió a tornar a Espanya es manté estable. En canvi, a mesura que la desviació positiva de la temperatura augmenta per damunt dels quatre graus, la probabilitat de retorn es redueix. En els episodis més extrems, els turistes exposats a vacances anormalment caloroses presenten una propensió a tornar aproximadament el 15% inferior a la d'aquells que ens van visitar sota condicions tèrmiques més pròximes a la normalitat històrica. Aquest resultat és especialment rellevant perquè s'obté en un context en què el turisme internacional cap a Espa-

Probabilitat de tornar a Espanya segons la temperatura experimentada

Probabilitat que un turista torni a Espanya a l'estiu del 2025 després d'observar-lo a l'estiu del 2024 (%) *

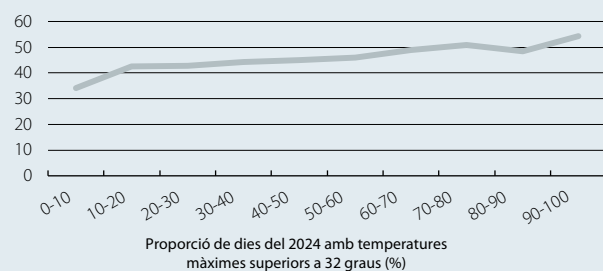


Nota: * En funció de les condicions climàtiques experimentades durant la seva estada a l'estiu del 2024. En concret, l'escala horitzontal representa la desviació de la temperatura mitjana (en graus centígrads) experimentada durant l'estada a l'estiu del 2024 en relació amb la temperatura mitjana històrica (entre el 1970 i el 2000) en les mateixes dates i en la mateixa localització.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes de pagaments amb targetes estrangeres als TPV de CaixaBank i de l'European Environmental Agency.

Probabilitat que els turistes repetidors triïn destinacions més fresques segons la temperatura experimentada

(%)



Notes: Probabilitat que un turista triï una destinació el 2025 amb temperatures històriques 5 graus més fresques que la temperatura històrica de la seva destinació el 2024. La temperatura històrica és la mitjana de les temperatures en un mateix dia entre el 1970 i el 2000. Els turistes poden ajustar tant la destinació com la data del viatge per trobar una temperatura mitjana històrica diferent.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes de pagaments amb targetes estrangeres als TPV de CaixaBank i de l'European Environmental Agency.

nya manté un gran dinamisme, la qual cosa suggereix que l'efecte climàtic opera, fins i tot, en una fase d'una demanda agregada elevada.

La principal novetat d'aquest article és que ampliem l'anàlisi per estudiar no solament si els turistes tornen, sinó també com ajusten les decisions quan ho fan. El segon gràfic mostra que els turistes que han experimentat una onada de calor durant la seva estada tendeixen, l'any següent, a realitzar les seves vacances en zones o en dates amb temperatures esperades més fresques. En concret, la probabilitat de triar el 2025 un paquet de destinació i dates amb una temperatura històrica almenys 5 °C inferior a la del 2024 augmenta amb la proporció de dies de l'estada prèvia en què es van superar temperatures màximes de 32 °C. Dit d'una altra manera, l'experiència de

1. Vegeu l'article «La fidelització del turisme i el canvi climàtic», a l'15 Turisme 25 2024.

calor extrema reordena les preferències dins el mercat turístic espanyol.

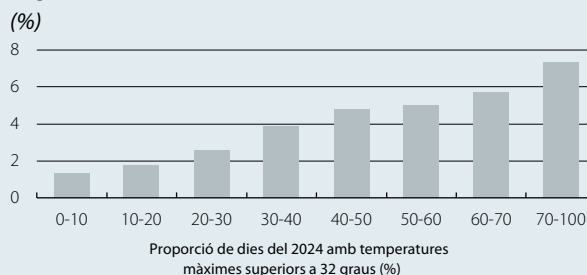
L'ajust de les preferències en relació amb el mercat turístic espanyol es pot produir per dos canals principals. El primer és la substitució geogràfica: el turista manté, en termes generals, el calendari de les vacances, però canvia de destinació a Espanya cap a zones amb temperatures esperades més moderades. El segon canal és la substitució temporal: el turista manté una tipologia de destinació similar, però desplaça el viatge cap a mesos menys calorosos, anticipant o ajornant les vacances.

Malgrat que els turistes ajusten els viatges, veiem que ho fan de manera subtil. Els turistes repetidors tendeixen a ser fidels a les seves destinacions. Per exemple, a les destinacions mediterrànies, que concentren dos terços de les arribades internacionals, el 85,2% dels turistes repetidors que van visitar el Mediterrani el 2024 hi van tornar el 2025. Només l'1,8% dels turistes internacionals que van triar el Mediterrani el 2024 i van tornar a Espanya van triar la costa atlàntica com a destinació principal el 2025. Una anàlisi de les regressions que vincula l'experiència climàtica amb la substitució per tipologia de destinació suggereix que aquesta opció no se sol utilitzar: els turistes que han patit una onada de calor i, així i tot, tornen a Espanya no solen canviar de tipologia de destinació. Així mateix, observem que les onades de calor no s'associen amb canvis en la propensió a substituir temporades.

La mobilitat limitada entre tipologies de destinació i de temporades no significa, però, una absència d'adaptació. Un turista que desitja unes vacances mediterrànies pot canviar de municipi o de zona costanera, sense abandonar la categoria general de destinació que prefereix. Així mateix, un visitant de Canàries pot triar una altra illa, una altra orientació de costa o unes dates diferents dins una temporada semblant. L'especificació de les nostres regressions, que vincula l'experiència de les onades de calor amb la substitució per una destinació amb una temperatura històrica més baixa, mantenint fixes la tipologia de destinació i la temporada, mostra coeficients positius i econòmicament significatius. Per tant, sembla que els turistes que experimenten onades de calor aconsegueixen seleccionar destinacions més fresques en la mateixa temporada i en la mateixa tipologia geogràfica de destinació.

El tercer gràfic il·lustra que els turistes que han experimentat temperatures més extremes al Mediterrani a l'estiu del 2024, i que hi tornen a l'estiu del 2025, tenen una major propensió a triar destinacions amb temperatures històriques 5 graus per sota de la temperatura històrica de la destinació del 2025. Això evidencia que hi ha un marge de substitució climàtica important dins les mateixes temporades i categories de destinació. Un altre exemple d'aquesta mena de substitució és que els turistes que van visitar l'interior a l'estiu del 2024, van patir onades de calor i van

Probabilitat que els turistes repetidors a l'estiu i al Mediterrani triïn destinacions més fresques segons la temperatura experimentada



Notes: Probabilitat que un turista triï una destinació el 2025 amb temperatures històriques 5 graus més fresques que la temperatura històrica de la seva destinació el 2024. La temperatura històrica és la mitjana de les temperatures en un mateix dia entre el 1970 i el 2000. Malgrat que els turistes poden ajustar tant la destinació com la data del viatge per trobar una temperatura mitjana històrica diferent, en aquest cas analitzem només els turistes que van viatjar al Mediterrani a l'estiu del 2024 i van tornar al Mediterrani a l'estiu del 2025.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes de pagaments amb targetes estrangeres als TPV de CaixaBank i de l'European Environmental Agency.

decidir tornar-hi el 2025 van tendir a triar destinacions a una major altitud que els turistes que no van experimentar onades de calor.

En conjunt, els resultats mostren que els turistes responen a les onades de calor de dues formes. D'una banda, redueixen la propensió a tornar a Espanya. De l'altra, sense modificar la tipologia de la destinació principal ni la temporada del viatge, opten per destinacions més fresques.

Per al sector turístic espanyol, les implicacions són importants. En primer lloc, la fidelització dels turistes internacionals es pot veure erosionada per les onades de calor extremes. En segon lloc, l'adaptació de l'oferta serà cada vegada més determinant per sostenir la competitivitat. Millorar el confort tèrmic dels allotjaments i dels espais públics, ampliar les zones d'ombra, reforçar l'eficiència energètica, adaptar els horaris i diversificar les activitats en interiors i a l'aire lliure són mesures que poden reduir l'impacte de la calor sobre l'experiència turística i mantenir els nivells de fidelització dels turistes internacionals a Espanya.

David Cesar Heymann i Eduard Alcobé Garcia

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	04/26	05/26	06/26
Indústria									
Índex de producció industrial	0,4	1,3	1,3	2,4	1,8	0,5	2,3	3,4	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,3	-5,0	-3,9	-3,2	-4,9	-4,1	-3,2
PMI de manufactures (valor)	52,2	50,9	50,0	52,6	51,1	49,3	51,7	51,2	49,7
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	18,7	11,5	5,6	5,3	...	...
Preu de l'habitatge	8,4	12,7	12,7	12,8	12,9	12,9	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	10,1	3,2	6,3	4,3	3,2	2,7	2,3	3,1	...
PMI de serveis (valor)	55,3	54,5	52,2	54,2	56,4	52,9	47,9	50,1	54,2
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	1,7	4,3	5,3	4,4	4,1	3,3	0,6	1,3	...
Matriculacions d'automòbils	7,2	12,9	13,8	16,9	8,0	7,6	8,4	-0,8	7,8
Indicador de sentiment econòmic (valor)	103,1	103,1	102,3	102,7	104,3	105,1	102,7	102,6	103,3
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	2,4	2,5	2,8
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	04/26	05/26	06/26
General	2,8	2,7	2,2	2,8	3,0	2,7	3,2	3,2	3,2
Subjacent	2,9	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	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	04/26	05/26	06/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,2	0,7	2,0	0,8	0,7	0,2	1,1	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	0,1	4,6	4,1	4,6	4,6	1,7	2,9	...	...
Saldo corrent	50,7	49,5	48,5	48,2	49,5	48,6	48,0	...	...
Béns i serveis	66,3	64,7	64,0	62,5	64,7	67,1	67,7	...	...
Rendes primàries i secundàries	-15,7	-15,1	-15,5	-14,3	-15,1	-18,6	-19,8	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	68,7	66,9	67,5	66,6	66,9	65,8	65,2	...	...

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	04/26	05/26	06/26
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	6,2	5,9	...
A termini i cessions temporals (repo)	23,5	-4,7	-1,5	-6,6	-4,7	-2,2	2,1	3,5	...
Dipòsits d'AP ⁵	23,1	4,9	25,5	7,2	4,9	5,0	8,7	3,1	...
TOTAL	6,3	4,8	5,4	5,1	4,8	5,5	5,8	5,4	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	3,5	2,6	2,8	3,5	3,8	2,9	3,0	...
Empreses no financeres	0,4	2,9	2,5	2,3	2,9	3,7	3,7	3,8	...
Llars - habitatges	0,3	3,5	2,3	2,9	3,5	3,7	3,7	3,8	...
Llars - altres finalitats	2,3	4,6	3,5	3,7	4,6	4,3	-1,3	-1,5	...
Administracions públiques	-2,6	10,7	5,3	12,9	10,7	8,1	9,9	8,1	...
TOTAL	0,5	3,9	2,7	3,4	3,9	4,1	3,4	3,3	...
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.

Portugal: es recuperen els nivells de confiança i l'ocupació es manté robusta

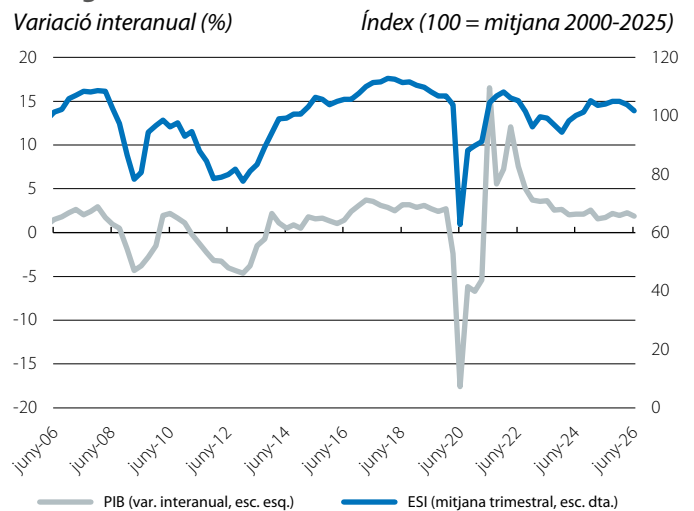
Un 2T de menys a més. S'ha observat una recuperació transversal dels principals indicadors de sentiment a partir del maig, a mesura que la incertesa associada als impactes de la guerra a l'Iran s'ha anat esvaïnt. Al juny, va destacar, sobretot, l'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea, que va repuntar fins als 103 punts (vs. els 101,7 del maig). El consum privat també continua mostrant solidesa. Les vendes al detall van créixer el 4,2% en els dos primers mesos del trimestre, mentre que les matriculacions d'automòbils van augmentar l'11,8% en el 2T (en relació amb el 10,1% del 1T), un comportament basat en la bona marxa del mercat laboral i en el creixement dels salaris nominals, que van avançar el 5% en el 1T. En aquest context, la taxa d'estalvi roman a la vora de màxims històrics, en el 12,3% en el 1T, i els indicadors relatius a la inversió suggereixen un comportament positiu en el 2T.

Dades mixtes de la inflació al juny. La inflació general es va situar en el 3,2% al juny, lleugerament per sota del 3,3% registrat al maig, un comportament que s'explica per la caiguda dels preus energètics, que es van desacelerar amb força (el +9,1% interanual al juny vs. el 13,1% del maig), arran de la ràpida caiguda dels preus de l'energia a nivell global després de la signatura del memoràndum d'entesa entre els EUA i l'Iran. Per la seva banda, la inflació subjacent va guanyar impuls i es va situar en el 2,5% (vs. el 2,2% del maig), en el que pot ser un reflex endarrerit del xoc energètic.

L'ocupació torna a guanyar impuls i en el 2T es podria comportar millor del que s'esperava. L'ocupació va créixer el 2,8% interanual al maig, per damunt del creixement mitjà registrat en els quatre mesos anteriors (el 2,4%), i la població ocupada va tornar a assolir un nou màxim històric (5.366.600 treballadors). Així mateix, la taxa d'atur va recular fins al 5,5%, la qual cosa representa una reducció de 0,2 p. p. en relació amb l'abril i de 0,7 p. p. en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Aquestes dades suggereixen una evolució del mercat de treball millor del que s'esperava i apunten a riscos a la baixa en la nostra previsió actual de la taxa d'atur per al conjunt del 2026 (el 5,9%).

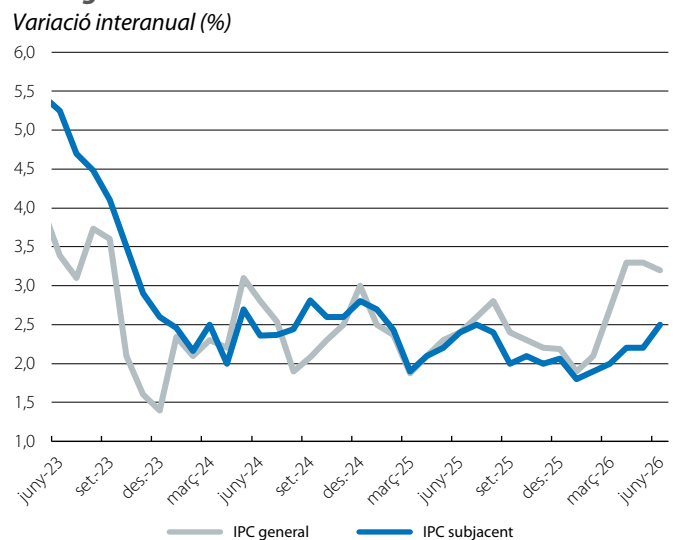
L'índex de preus de l'habitatge va augmentar el 17,8% interanual en el 1T. Aquesta xifra representa una lleugera desacceleració en relació amb el 4T 2025 (el 18,9%), també observada en el ritme de creixement trimestral, que es va mantenir elevat (el 3,8%) però per sota de la intensitat observada en els trimestres anteriors. La dinàmica de les compravendes també va mostrar una certa moderació. Durant el trimestre, es van transaccionar 37.745 habitatges, el 8,7% menys que en el mateix període de l'any anterior i amb una caiguda també significativa en termes trimestrals (el -12,4%). Les expectatives sobre l'evolució dels preus i de les transaccions s'han moderat, tot i que els fonaments del mercat continuen sent compatibles amb una revaloració sòlida de l'habitatge al llarg del 2026.

Portugal: sentiment econòmic i creixement del PIB



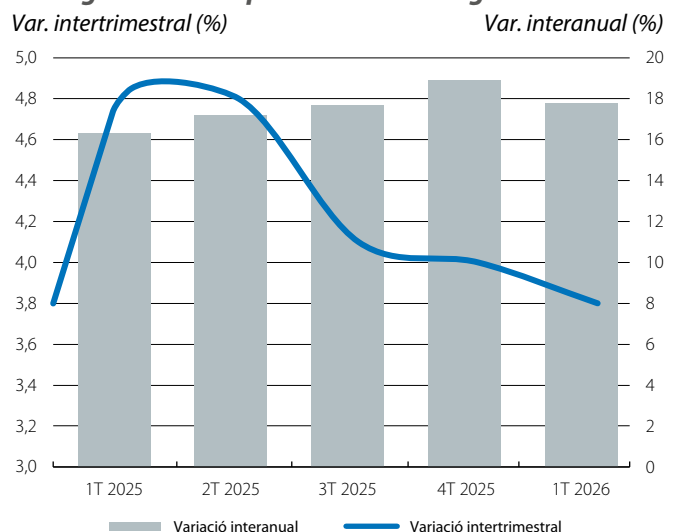
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal i de la Comissió Europea.

Portugal: IPC



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

Portugal: índex de preus de l'habitatge



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	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
Índex coincident d'activitat	2,0	2,0	2,0	2,3	2,2	...	1,9	1,7	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	0,7	3,3	0,6	0,4	...	0,0	-2,3	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-6,2	-4,0	-3,2	-2,9	-2,1	-3,6	-2,8	-3,5	-4,4
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,5	21,4	9,1	16,9	...	...	5,6	...	...
Compravenda d'habitatges	14,5	15,5	3,8	-4,7	-8,7	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	8,5	17,4	18,2	18,4	17,5	...	16,5	17,1	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	6,3	1,9	2,6	1,9	2,2	...	1,8	1,8	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	5,5	10,1	11,6	7,7	6,0	8,2	7,9	8,3	8,5
Consum									
Vendes comerç al detall	3,3	5,3	5,8	5,3	4,4	...	5,2	3,2	...
Indicador coincident del consum privat	2,8	3,4	3,1	3,2	3,0	...	2,5	2,0	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-18,0	-16,2	-16,2	-15,2	-16,2	-25,6	-23,9	-27,1	-25,9
Mercat de treball									
Població ocupada	1,2	3,2	3,7	3,7	2,3	...	2,4	2,8	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,4	6,0	5,8	5,8	6,1	...	5,7	5,5	...
PIB	2,2	1,9	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	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
General	2,4	2,3	2,6	2,2	2,2	3,3	3,3	3,3	3,2
Subjacent	2,5	2,2	2,3	2,1	1,9	2,3	2,2	2,2	2,5

Sector exterior

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	0,6	2,0	0,6	-3,0	...	-1,2	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,0	4,1	6,7	4,1	3,1	...	3,7	...	...
Saldo corrent	6,5	3,8	3,0	3,8	3,0	...	3,1	...	...
Béns i serveis	6,4	3,7	3,5	3,7	2,8	...	2,6	...	...
Rendes primàries i secundàries	0,1	0,1	-0,5	0,1	0,2	...	0,5	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	9,6	8,3	7,0	8,3	7,3	...	7,6	...	...

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	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	5,4	6,3	5,4	6,4	...	6,9	6,6	...
A la vista i estalvi	-0,3	8,1	8,6	8,1	7,9	...	7,4	7,3	...
A termini i preavis	15,3	3,1	4,3	3,1	5,1	...	6,5	6,0	...
Dipòsits d'AP	26,7	28,7	-0,5	28,7	20,4	...	15,2	10,9	...
TOTAL	7,9	6,0	6,1	6,0	6,9	...	7,2	6,7	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,9	6,6	5,8	6,6	7,7	...	8,0	7,8	...
Empreses no financeres	-1,0	2,6	2,2	2,6	4,3	...	4,9	4,2	...
Llars - habitatges	3,0	9,3	8,0	9,3	9,8	...	10,1	10,2	...
Llars - altres finalitats	5,4	7,0	6,9	7,0	8,4	...	8,3	8,2	...
Administracions públiques	0,6	6,4	4,8	6,4	3,2	...	2,7	4,6	...
TOTAL	1,9	6,6	5,7	6,6	7,5	...	7,8	7,7	...
Taxa de morositat (%)²	2,4	2,1	2,3	2,1	2,1	...	-	-	-

Notes: 1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.

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

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

Et recomanem:

Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

Valoració dels principals indicadors macroeconòmics d'Espanya, Portugal, la zona de l'euro, EUA i la Xina, i de les reunions del Banc Central Europeu i de la Reserva Federal.



Monitor de consum

Anàlisi mensual de l'evolució del consum a Espanya mitjançant tècniques *big data*, a partir de la despesa amb targetes emeses per CaixaBank, de la despesa de no clients en TPV CaixaBank i dels reintegraments en caixers CaixaBank.



Flash de divises

Informe *flash* sobre l'evolució del tipus de canvi de l'euro amb les principals divises: dòlar nord-americà, lliura esterlina, ien japonès i iuan xinès. Ofereix una anàlisi tècnica, estructural i predictiva.



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.



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

