

El Cercle d'Economia, juntament amb CaixaBank Research, us ofereix cada mes una breu anàlisi de la situació econòmica global.

Les Claus econòmiques del mes de febrer del 2026

Claus per augmentar la productivitat

**Oriol Aspachs, director d'Economia Espanyola a
CaixaBank Research**

La geopolítica segueix marcant el compàs dels mercats. La geopolítica continua marcant el compàs dels mercats. El 2026 va arrencar amb un nou repunt de les tensions geopolítiques, des de Veneçuela fins a l'Iran, passant pel conflicte diplomàtic entre els EUA i Europa per Groenlàndia. Tot plegat va generar moviments d'aversion al risc i un nou repunt de la volatilitat als mercats financers. A l'Àsia, la preocupació per les perspectives fiscals del Japó va pressionar els tipus d'interès i la divisa nipona.

El dòlar i la independència de la Fed, en el punt de mira. Llastrat per la incertesa geopolítica i les tensions comercials, el dòlar nord-americà es va afeblir al gener i l'euro va arribar a cotitzar per sobre d'1,20 dòlars per primera vegada en quatre anys. Altres divises refugi van capitalitzar la situació i el franc suís va assolir màxims històrics davant del dòlar (va arribar a superar els 1,30 dòlars per franc). La divisa nord-americana també es va veure pressionada per la preocupació sobre la independència de la Fed, especialment quan es va saber que el Departament de Justícia està investigant Jerome Powell. Tanmateix, el dòlar va recuperar part del terreny a començaments de febrer, després que Trump anunciés la nominació de Kevin Warsh com a candidat a presidir la Fed quan expiri el mandat de Powell el pròxim maig. Warsh va ser governador de la Fed entre el 2006 i el 2011 i va mantenir una postura crítica amb l'expansió del balanç i un biaix restrictiu en els tipus d'interès, però durant l'últim any les seves declaracions s'han alineat amb les tesis de Trump a favor de reduir els tipus.

Els mercats van rebre aquest anunci de manera favorable, amb un enfortiment del dòlar i de l'expectativa de dues retallades de tipus aquest any.

Les matèries primeres capitalitzen la incertesa global. El preu del barril de Brent, que havia iniciat l'any al voltant dels 60 dòlars condicionats per un entorn de sobreoferta, va repuntar fins als 70 dòlars davant les tensions a l'Iran i la por de possibles interrupcions del subministrament. La referència del gas europeu va arribar a tocar els 42 €/MWh. No obstant això, a començaments de febrer, els preus tant del gas com del cru es van moderar davant la distensió del conflicte dels EUA amb l'Iran. D'altra banda, l'or va superar la barrera dels 5.000 dòlars l'onzada, arribant fins i tot a fregar els 5.600 dòlars l'onzada, i la plata es va revalorar més d'un 40%. En termes acumulats, des de l'inici del 2025, van arribar a assolir guanys de gairebé el 100% i el 300%, respectivament, si bé a començaments de febrer tots dos metalls van patir una correcció abrupta i intensa.

La Fed canvia el to i millora la valoració de l'entorn macroeconòmic, i manté el tipus d'interès de referència sense canvis en el 3,50%. La Fed no té pressa per abaixar els tipus i s'endarrereix l'expectativa de la següent baixada del març al juny. Per la seva banda, el BCE no va sorprendre i va mantenir el tipus de referència en el 2%, tot emfatitzant la necessitat de no sobrereaccionar a petites variacions de les dades, i va presentar un mapa de riscos inflacionistes i desinflacionistes equilibrat. L'expectativa dels mercats financers sobre el BCE continua sent la d'una política monetària estable al llarg del 2026. En aquest context, les rendibilitats sobiranes de la zona euro es van mantenir relativament planes, amb primes de risc perifèriques estables, excepte a França, on la prima va caure uns 15 p. b., fins a situar-se al voltant de les 58 p. b., el seu mínim en 18 mesos, reflex d'una bona recepció per part dels mercats de l'aprovació dels pressupostos per al 2026, que finalment va aconseguir el primer ministre Lecornu (aquests pressupostos permetrien reduir el dèficit el 2026 fins al 5,0% del PIB, des del 5,4% estimat per al 2025).

L'economia global, malgrat tot, resisteix. Un final de 2025 mejor de lo esperado. En el 4T 2025, el PIB de la eurozona registró un crecimiento del 0,3% intertrimestral, lo que sitúa el avance para el conjunto del año en el 1,5% (vs. 0,9% en 2024). Alemania aceleró hasta el 0,3% en el 4T, tras estancarse el trimestre previo, lo que lleva su crecimiento medio de 2025 al 0,3%, tras dos años de caída. Italia también avanzó un 0,3% en el 4T (vs. 0,1% anterior), lo que situó el crecimiento medio de 2025 en el 0,7%. En sentido contrario, Francia frenó su avance hasta un 0,2% en el 4T (vs. 0,5% anterior) y llevó el crecimiento de 2025 al 0,9%. Las perspectivas para 2026 apuntan a que la eurozona seguirá registrando ritmos de crecimiento similares a los actuales, en un contexto en el que el impacto positivo de la política fiscal expansiva que desplegará Alemania se verá contrarrestado por los avances en el proceso de

consolidación fiscal en Francia e Italia. Los indicadores de confianza empresarial de enero apuntan en esta dirección. Por otro lado, en EE. UU. la publicación del dato del 4T se ha retrasado al 20 de febrero por las dificultades de recopilación de datos a raíz del cierre del Gobierno federal en octubre, pero los principales *nowcasts* apuntan a un trimestre dinámico, y la economía estadounidense podría incluso superar un crecimiento del 2,0% en 2025.

Economia espanyola: com créixer de manera dinàmica, equilibrada i duradora. L'economia espanyola continua avançant a un ritme dinàmic.

Ja fa diversos anys que encadena un creixement relativament elevat, tant en perspectiva històrica com en comparació amb la majoria d'economies desenvolupades. I, un any més, el creixement ha superat les previsions de la major part d'analistes, inclosos els de CaixaBank Research. Així, el 2025 es va tancar amb una notable acceleració, amb un creixement intertrimestral del 0,8% en el 4T. En el conjunt de l'any, el PIB va avançar un 2,8%: pràcticament el doble que el de la zona euro, 1 p. p. per sobre de la mitjana des de l'any 2000 i 0,5 p. p. superior al que s'havia previst un any enrere. El balanç del 2025 és, per tant, positiu.

Les darreres dades confirmen el gir en els motors de creixement. L'activitat ja no està impulsada principalment per la demanda externa neta i el consum públic, sinó pel consum de les llars i la inversió. En aquest àmbit destaca el fort impuls de la inversió en intangibles, mentre que la inversió en béns d'equip ha guanyat tracció en els darrers trimestres. Amb una demanda interna vigorosa i uns socis comercials encara febles, és lògic que les importacions creixin més que les exportacions. En altres paraules, la demanda externa neta resta creixement. No obstant això, les exportacions continuen augmentant —especialment les de serveis turístics i no turístics— i el saldo per compte corrent es manté clarament en positiu, per sobre del 2% del PIB.

El dinamisme dels indicadors recents i la composició del creixement ens obligaran **a revisar a l'alça l'escenari macroeconòmic**. La previsió actual d'avanç del PIB per al 2026 se situa en el 2,1%, però les darreres dades suggereixen que podria acostar-se al 2,5%.

L'economia espanyola podria créixer encara més i prolongar el cicle expansiu si aconseguís millorar la productivitat. El 2025, el PIB per hora treballada va augmentar un 0,7%, només dues dècimes per sobre de la mitjana del 2014-2019 i sustentat, sobretot, en la reducció de les hores treballades per ocupat. El PIB per ocupat, de fet, no ha augmentat ni l'any passat ni en l'acumulat des del 2019. Al repte de la productivitat s'hi suma la creixent escassetat d'habitatge i l'augment

del seu preu, que, a més de les seves implicacions socials —particularment per als col·lectius més vulnerables—, pot actuar com un fre en limitar la mobilitat geogràfica i la capacitat de consum i inversió de les llars.

L'actual cicle expansiu no va acompanyat de l'increment de desequilibris macroeconòmics característic de fases anteriors; ben al contrari. El deute privat, que entre el 2000 i el 2007 va créixer de manera sostinguda i pronunciada, s'ha reduït de manera continuada en els darrers anys i es troba en nivells històricament baixos, clarament per sota de la mitjana de la zona euro. El mateix passa amb la posició deutora neta davant la resta del món: després d'apropar-se al 100% del PIB el 2007, ha anat descendint de manera sostinguda i se situa ja a prop del 40%. En el context actual, aquesta reducció és especialment rellevant, ja que disminueix la vulnerabilitat davant canvis en el sentiment dels inversors internacionals. Un desequilibri que continua plantejant dificultats és el de les finances públiques, un repte compartit amb diverses economies avançades. A França, el Regne Unit o els EUA, el deute públic es manté en nivells elevats i amb tendència creixent. A Espanya, el deute públic fa anys que es redueix, tot i que lentament. Segons estimacions de CaixaBank Research, el 2025 va caure al voltant de 0,5 p. p., però encara es manté per sobre del 100% del PIB.

Aconseguir un creixement dinàmic, equilibrat i durador exigeix una atenció constant en múltiples fronts, especialment a mesura que el cicle avança. El context internacional no convida a l'optimisme. Tanmateix, el punt de partida de l'economia espanyola és millor del que s'esperava, el creixement no es basa en l'acumulació de desequilibris, i la intel·ligència artificial —i el progrés tecnològic en general— obre un ampli ventall d'oportunitats si se sap aprofitar. Amb aquests mimbres, el 2026 pot tornar a ser un bon any.

Les claus de la productivitat regional europea¹ Les claus per augmentar la productivitat: geografia, institucions, capital humà i innovació. L'anàlisi de les regions europees que en els darrers 20 anys han millorat la seva posició en el rànquing europeu de productivitat, en comparació amb aquelles que partien d'una posició inicial similar, revela les claus del seu èxit. Els condicionants geogràfics, com la densitat de població i el percentatge de la població que viu en àrees urbanes, expliquen prop del 25% del creixement diferencial de la productivitat, cosa que suggereix la importància de les economies d'aglomeració en el context actual. Així mateix,

¹ Estudi elaborat per Aspachs, O., García-Arenas, J. y Martínez-Túregano, D. "Las claves de la productividad Europea", Informe Mensual de CaixaBank Research, gener de 2026.

la qualitat de les institucions explica aproximadament una quarta part d'aquest creixement diferencial de la productivitat. A continuació, les variables relacionades amb el capital humà i la innovació, com la inversió en R+D i l'ocupació en sectors tecnològics, expliquen entorn d'una cinquena part. Finalment, les variables que conformen l'estructura productiva de les regions expliquen una mica menys d'una cinquena part del creixement diferencial de la productivitat.

La majoria de les regions espanyoles tenen una probabilitat relativament baixa d'escalar posicions en el rànquing de productivitat europeu. Només quatre presenten una probabilitat elevada: Catalunya, la Comunitat de Madrid, la Comunitat Valenciana i la Regió de Múrcia. En el passat, en aquest grup també hi figuraven la Comunitat Foral de Navarra i el País Basc, però totes dues ja van escalar una posició en les darreres dècades i, avui dia, es troben en un decil de productivitat més d'acord amb la situació dels seus condicionants.

Què han de fer les comunitats autònomes per millorar en el rànquing de productivitat europea? La Comunitat Valenciana i Castella-la Manxa es beneficien de situar-se a prop d'altres regions més productives, com Catalunya i Madrid, respectivament. Però es veuen frenades per la seva estructura productiva (per exemple, la reduïda mida mitjana de les empreses), certs factors geogràfics (com el percentatge de població que resideix en àrees metropolitanes) i el nivell de capital humà (especialment, el percentatge de població amb educació secundària o superior). Catalunya, en relació amb regions europees similars, destaca per la seva despesa en R+D, però la seva qualitat institucional ho fa en sentit contrari. Un fet que comparteix amb la Comunitat Foral de Navarra, la Comunitat de Madrid i el País Basc.

La Comunitat de Madrid destaca positivament per l'alta densitat demogràfica i l'amplitud de la seva àrea metropolitana, juntament amb el fet de comptar amb un teixit empresarial de mida relativament gran. Per la seva banda, al País Basc sobresurt l'esforç inversor en R+D.

Oriol Aspachs

Febrer del 2026

Amb la col·laboració de:

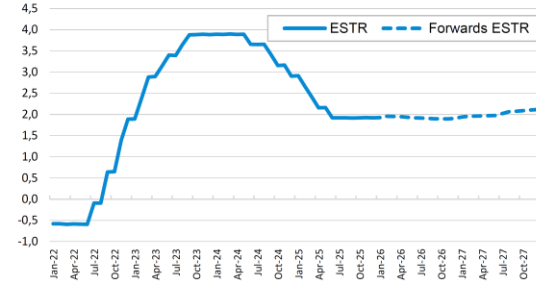
Main stock markets

Index (100=Three years ago)



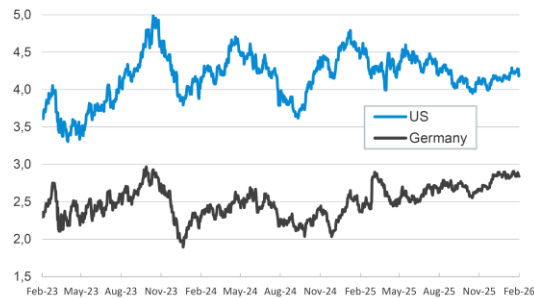
€STR: historical data and forwards

(%)



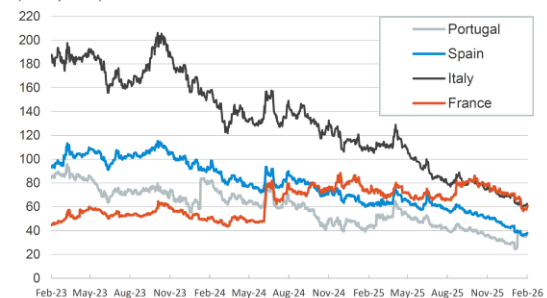
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



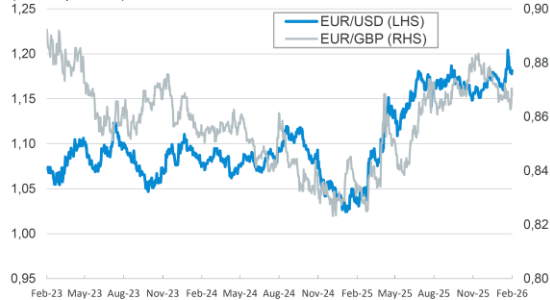
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



Brent oil price

(US\$/barrel)

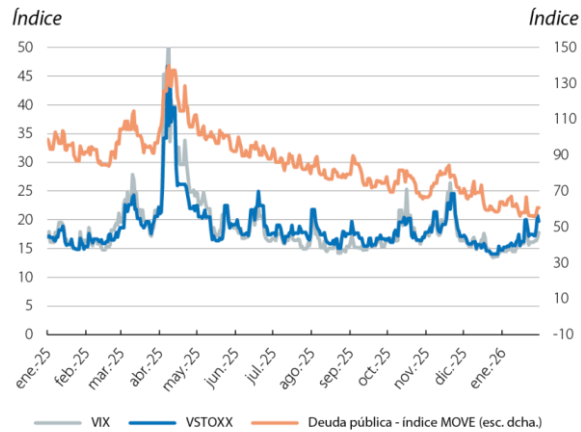


Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



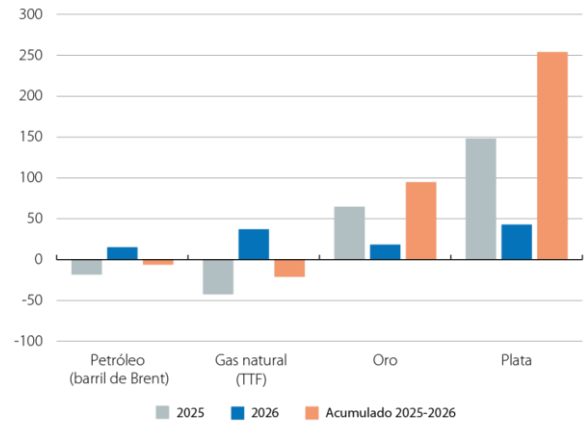
Medidas de volatilidad en los mercados financieros



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

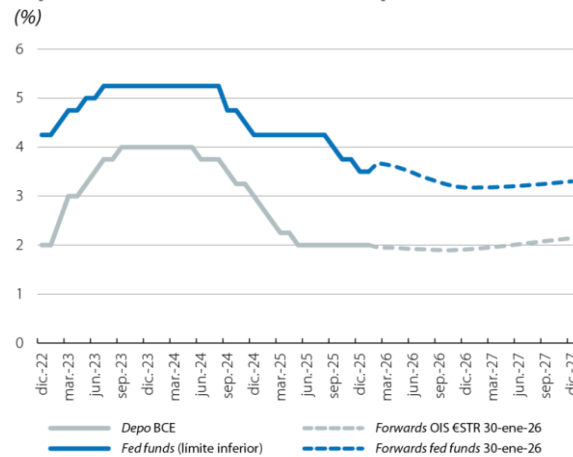
Materias primas

Variación de precio (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

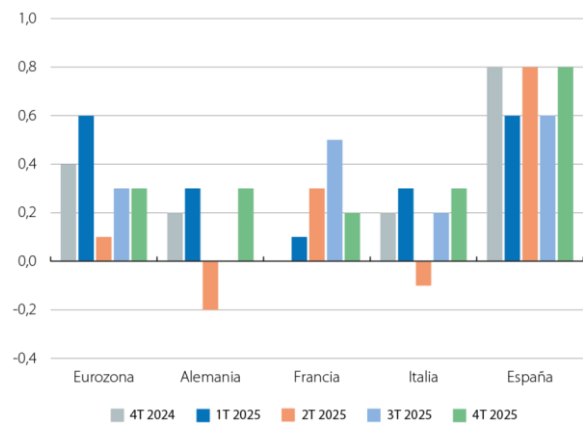
Expectativas de mercados sobre tipos de interés



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE, de la Fed y de Bloomberg.

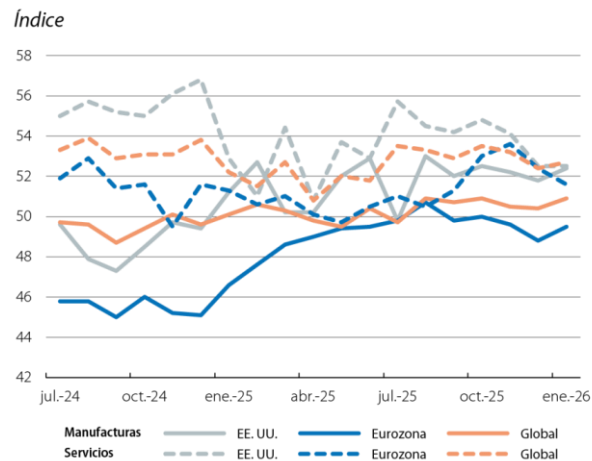
Eurozona: PIB

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

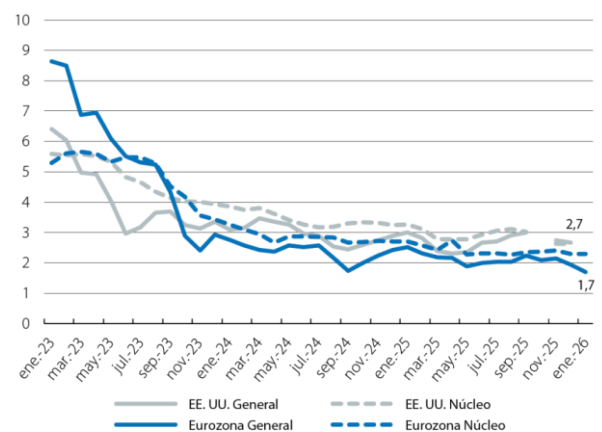
Global: PMI



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de JP Morgan y S&P Global PMI.

Inflación general y núcleo

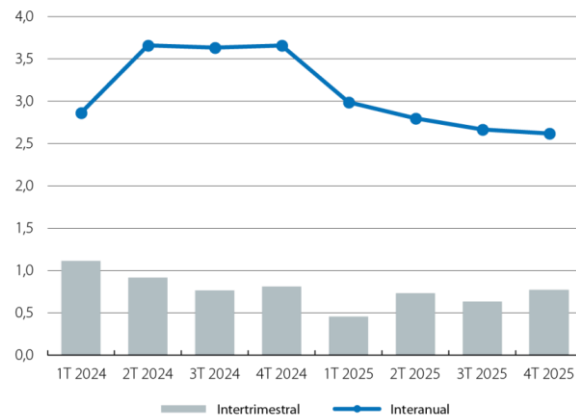
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

España: PIB

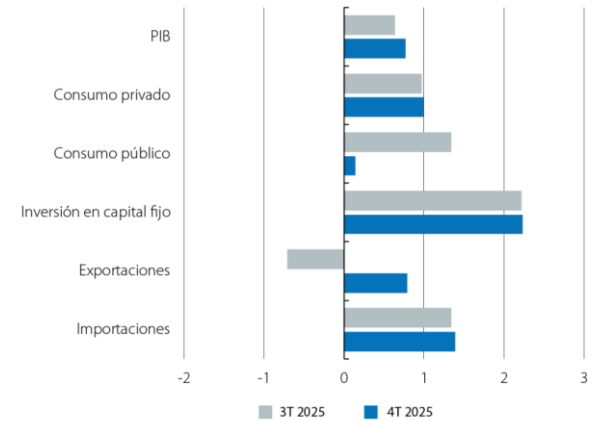
Variación (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: componentes del PIB

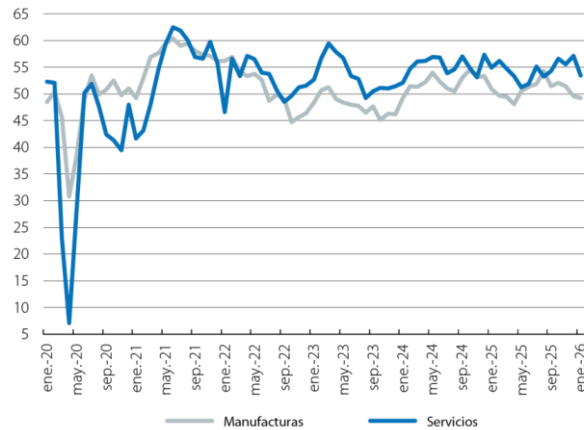
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PMI

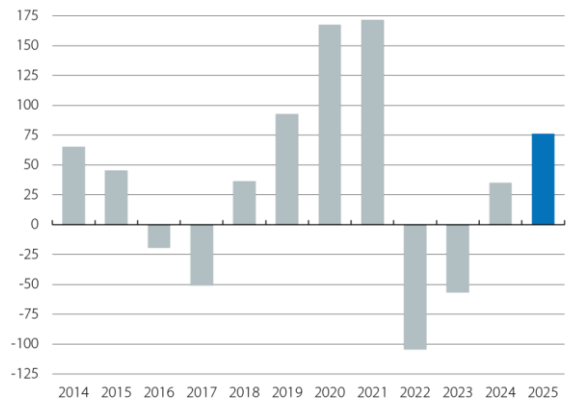
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

España: ocupados

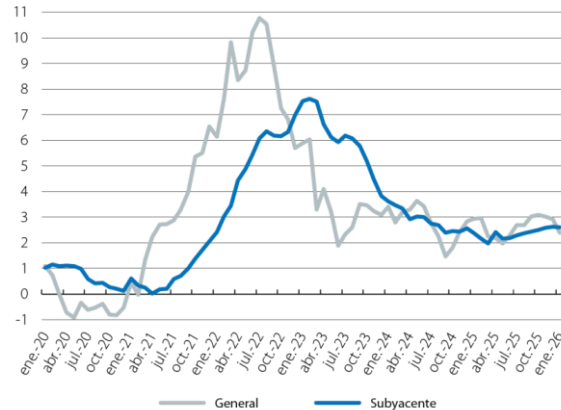
Variación trimestral en el 4T (miles)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

España: IPC

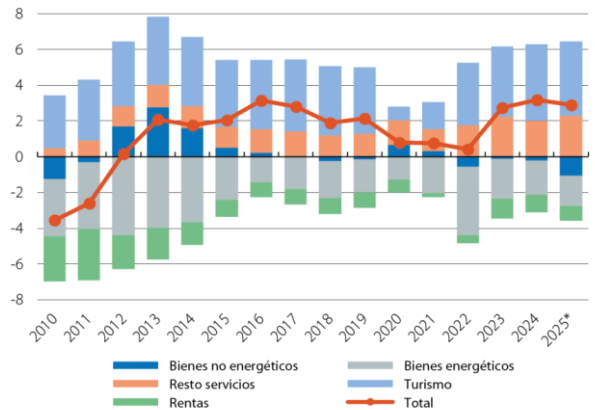
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: balanza por cuenta corriente

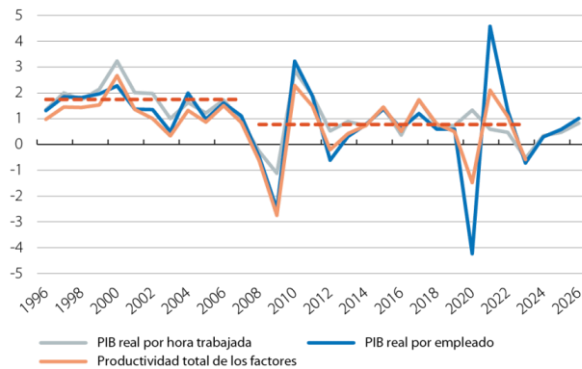
(% del PIB)



Nota: * Datos acumulados de 12 meses hasta noviembre. Datos de bienes según la clasificación CUCI.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

UE: productividad

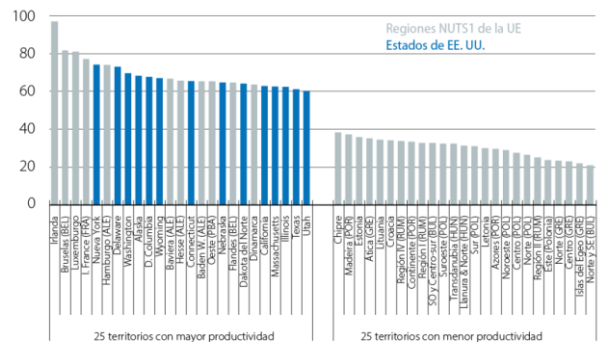
Variación anual (%)



Notas: Previsiones a partir de 2024. Las líneas discontinuas se corresponden con el promedio anual del PIB real por hora trabajada durante los periodos 1996-2007 y 2008-2023.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de AMECO.

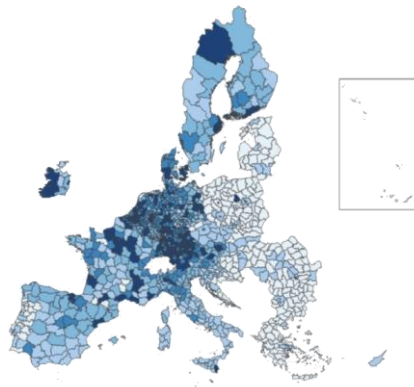
PIB por hora trabajada en territorios de la UE y EE. UU. (2023)



Notas: Miles de euros ajustados por paridad de poder adquisitivo. Calculado para EE. UU. sobre el valor añadido bruto en el sector privado no primario. Regiones NUTS1 para la UE (definición de 2024).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea, del Bureau of Labor Statistics, del BEA y del FMI.

UE: PIB por hora trabajada en regiones (2023)

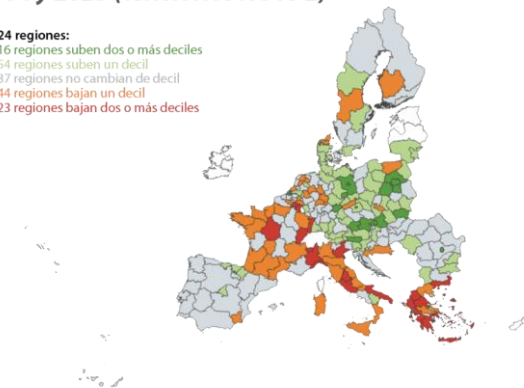


Notas: Regiones a nivel NUTS3 (definición de 2024). Nivel ajustado por paridad de poder adquisitivo. Gradación de colores por cuantiles, de azul claro (menor productividad) a oscuro (mayor productividad). El recuadro se corresponde con los archipiélagos de Azores, Madeira e Islas Canarias.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (ARDECO).

Cambio en decil de productividad en Europa entre 2004 y 2023 (territorios NUTS 2)

224 regiones:
16 regiones suben dos o más deciles
54 regiones suben un decil
87 regiones no cambian de decil
44 regiones bajan un decil
23 regiones bajan dos o más deciles

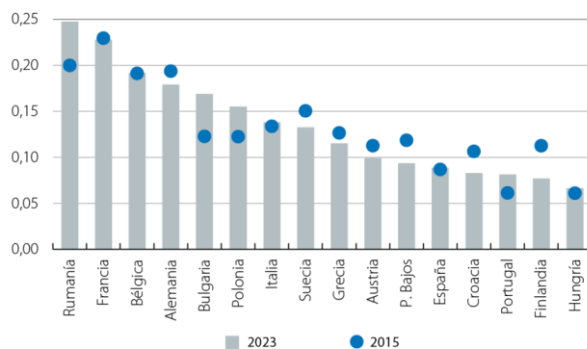


Notas: En blanco, las regiones que no aparecen en la muestra final por falta de datos en variables explicativas relevantes. Muestra final de 224 regiones.

Fuente: CaixaBank Research.

Dispersión de la productividad regional por país de la UE

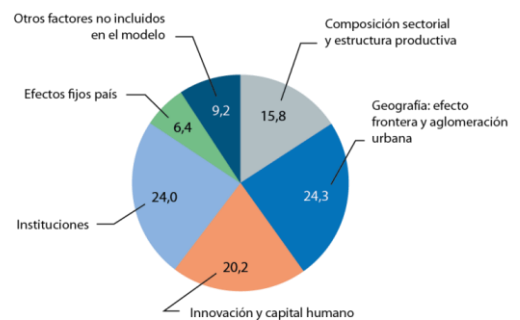
(Desviación estándar sobre el promedio)



Notas: Regiones NUTS3. Datos ajustados por paridad de compra, precios constantes de 2020. Países de la UE con 15 o más regiones. Dispersión ponderada por población.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Factores explicativos del crecimiento de la productividad en 2004-2023 de las regiones europeas que han subido de decil respecto al crecimiento promedio de las que se han estancado partiendo del mismo decil en 2004 (% de la varianza total)



Fuente: CaixaBank Research.

Probabilidad de escalar posiciones en el ranking de productividad regional europeo

	2005	2015	2023
Islas Baleares			
Extremadura			
Andalucía			
Principado de Asturias			
Castilla-La Mancha			
Canarias			
Castilla y León			
Galicia			
País Vasco			
Aragón			
La Rioja			
Cantabria			
Comunidad Foral de Navarra			
Cataluña			
Comunidad Valenciana			
Comunidad de Madrid			
Región de Murcia			

■ Bajo ■ Medio-bajo ■ Medio-alto ■ Alto

Nota: Se estima un modelo probit para determinar la probabilidad de escalar en el ranking de productividad europeo. La variable dependiente indica si la región ha subido o no de decil de productividad entre 2004 y 2023. Las variables explicativas incluyen factores geográficos, institucionales, de estructura productiva, de inversión en innovación y de capital humano, además del decil de productividad en el que cada región se encontraba en 2004. Los coeficientes estimados se aplican a los valores de los regresores observados en 2004, 2015 y 2023, para analizar la probabilidad de mejora a lo largo del tiempo. «Baja» se refiere a que la probabilidad estimada se encuentra por debajo del 25% más bajo en la distribución de probabilidades, medio-baja entre el 25% y el 50%, medio-alta entre el 50% y el 75%, y alta por encima del 75%.

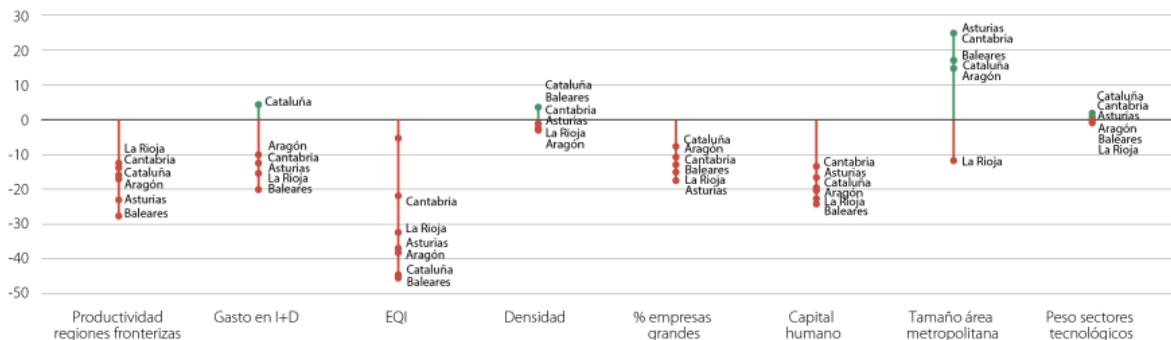
Fuente: CaixaBank Research.

Comparación de los principales determinantes de la productividad en las CC. AA. frente a la media del top 25% de regiones europeas con mayor probabilidad de subir de cada decil

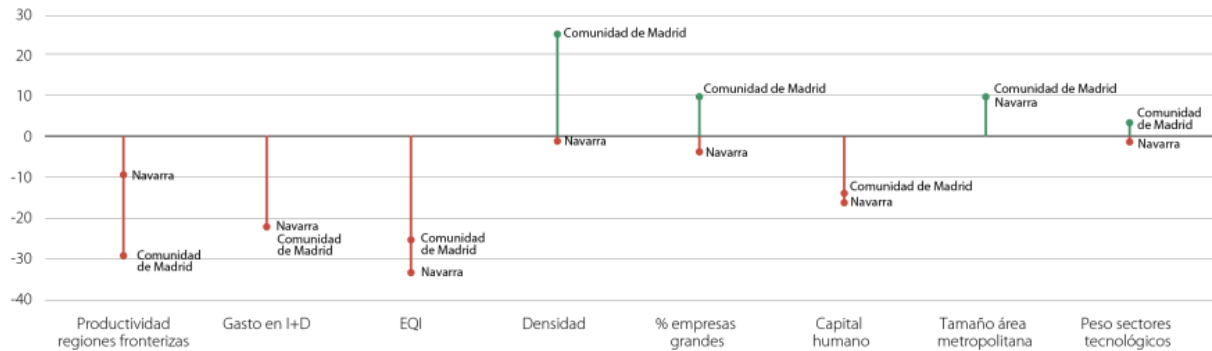
Decil 4: diferencia respecto al promedio del top 25% (p.p.)



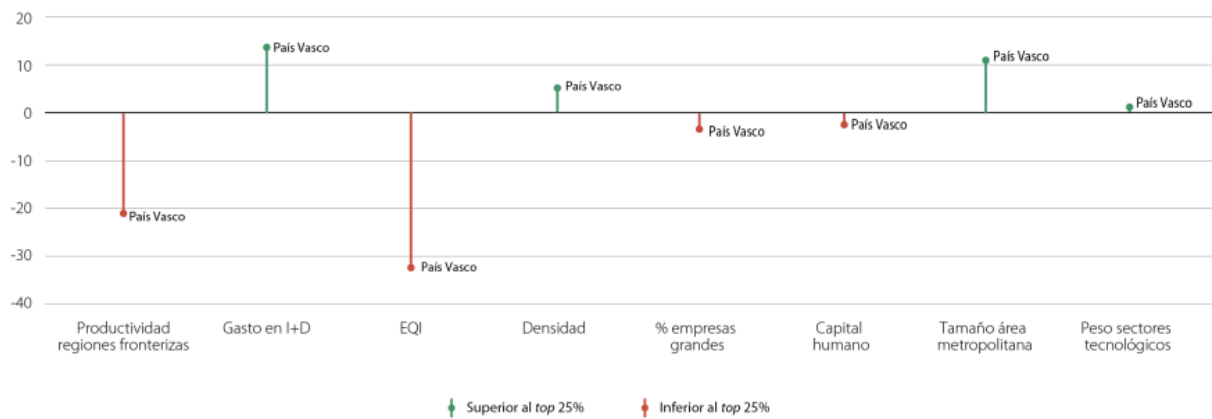
Decil 5: diferencia respecto al promedio del top 25% (p.p.)



Decil 6: diferencia respecto al promedio del top 25% (p. p.)



Decil 7: diferencia respecto al promedio del top 25% (p. p.)



Notas: (1) **Productividad de regiones frontera** se refiere a la productividad de las regiones vecinas ponderada por su población; **Gasto total en I+D** a inversión en I+D en % del PIB; **EQI** al índice de calidad institucional de la Universidad de Gotemburgo; **Densidad** al número de habitantes/km cuadrado; **% empresas grandes** al porcentaje del empleo en empresas de más de 10 trabajadores; **Capital humano** al porcentaje de la población con estudios secundarios o superiores; **Tamaño área metropolitana** al porcentaje de población que vive en áreas urbanas funcionales y **Peso sectores tecnológicos** al porcentaje de ocupación en empleos de alta tecnología. (2) Partimos de un modelo probit para el conjunto de regiones europeas, donde la variable dependiente indica si la región ha subido o no de decil de productividad entre 2004 y 2023. Las variables explicativas incluyen factores geográficos, institucionales, de estructura productiva, de inversión en innovación y de capital humano, además del decil de productividad en el que cada región se encontraba en 2004. Los coeficientes estimados en el modelo histórico se aplican a los valores observados de los regresores en 2023 para tener la probabilidad de subir de decil más actual. En cada decil de productividad se toma el top 25% de regiones con mayor probabilidad de subir de decil, según el probit. Para cada variable explicativa, el gap de cada CC. AA. se calcula como la diferencia frente a la media del top 25%, tras normalizar las variables en la escala 0-100 (para ello, se define un rango robusto usando los percentiles 2 y 98, evitando la influencia de valores extremos):

$$\text{Gap (p. p.)} = X_{\text{a}}^{\text{CC, AA}} - X_{\text{a}}^{\text{top25}}$$

Fuente: CaixaBank Research.