

# IM 11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 505 | NOVIEMBRE 2025



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*Los límites de la deuda: edición 2025*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo? (parte I)*

*Economías emergentes: resiliencia después de tres shocks globales*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*La posición de España frente a las vulnerabilidades globales de las finanzas públicas*

*¿De qué hablamos cuando hablamos de incertidumbre?*

*¿Cómo afectará a la economía española el comportamiento de sus principales mercados de exportación?*

## DOSSIER: PERSPECTIVAS 2026

---

*Economía mundial 2026: ¿resiliencia, transición o disrupción?*

*El dilema fiscal europeo a medio plazo*

*Perspectivas de EE. UU. 2026: resiliencia con fragilidades*

*Buenas perspectivas de crecimiento para la economía española en 2026*

**INFORME MENSUAL**

Noviembre 2025

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research  
[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

Enric Fernández  
 Economista jefe

José Ramón Díez  
 Director de Economías y  
 Mercados Internacionales

Oriol Aspachs  
 Director de Economía Española

Sandra Jódar  
 Directora de Planificación Estratégica

Adrià Morron Salmeron y

Oriol Carreras  
 Coordinadores del *Informe Mensual*

Javier García-Arenas

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt) /  
<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research>  
[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

Paula Carvalho  
 Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:  
 6 de noviembre de 2025

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS**

9 *Los límites de la deuda: edición 2025*

**12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**

14 *La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo? (parte I)*  
 Luís Pinheiro de Matos y Sergi Artés Sebastião

16 *Economías emergentes: resiliencia después de tres shocks globales*  
 Beatriz Villafranca

**20 ECONOMÍA ESPAÑOLA**

22 *La posición de España frente a las vulnerabilidades globales de las finanzas públicas*  
 Javier García-Arenas

25 *¿De qué hablamos cuando hablamos de incertidumbre?*  
 Zoel Martín Vilató

27 *¿Cómo afectará a la economía española el comportamiento de sus principales mercados de exportación?*  
 Oriol Carreras Baquer

**30 ECONOMÍA PORTUGUESA****32 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2026**

32 *Economía mundial 2026: ¿resiliencia, transición o disrupción?*  
 José Ramón Díez

34 *El dilema fiscal europeo a medio plazo*  
 David Martínez Turégano

37 *Perspectivas de EE. UU. 2026: resiliencia con fragilidades*  
 Isabela Lara White

39 *Buenas perspectivas de crecimiento para la economía española en 2026*  
 Oriol Carreras Baquer

## Un año después: resiliencia global frente a tormenta arancelaria

Aunque parezca mentira, ya han pasado 12 vertiginosos meses desde la victoria de Trump en las elecciones presidenciales americanas. Aprovechando el aniversario y la cercanía del cierre del año, hemos preparado nuestro tradicional Dossier de análisis sobre las tendencias y claves que presidirán el comportamiento de la economía en 2026. Partimos de la base que tanto la actividad internacional como la española han vuelto a mostrar en este ejercicio una elevada resiliencia para superar el ruido y la incertidumbre causados por la utilización del comercio o las finanzas como instrumentos al servicio de la política. Y ello ha sucedido en un contexto en el que, como en 2023 y 2024, las previsiones han ido mejorando a lo largo del año gracias a la reducción de la incertidumbre comercial, a la existencia de unas favorables condiciones financieras y a la capacidad y flexibilidad de los agentes económicos para adaptar sus decisiones de consumo e inversión a un entorno complejo.

De cara a 2026, la geopolítica seguirá ejerciendo un papel fundamental, teniendo en cuenta el reordenamiento del proceso de globalización en el que está inmersa la economía internacional desde la pandemia. Además de la evolución de los conflictos bélicos activos, la clave a corto plazo estribará en si la tendencia hacia un mundo más fragmentado se acelerará o, para compensar el aumento de las restricciones en el comercio con EE. UU., se avanzará en la búsqueda de nuevos acuerdos entre aliados comerciales naturales (UE, ASEAN, Canadá, Australia, etc.). Es algo que no debería ser incompatible con la continuidad del proceso generalizado de búsqueda de autonomía estratégica. En este sentido, para Europa, la clave en 2026 será cómo conciliar el deseo de reducir la dependencia externa (industrial, defensa...) con la sostenibilidad de la deuda pública. Un reto de gran complejidad, marcado por las tensiones entre disciplina fiscal, inversiones necesarias (el BCE ha elevado las estimaciones del informe Draghi a 1,2 billones de euros entre inversión pública y privada) y exigencias geopolíticas. Este dilema fiscal europeo solo se podrá solventar con una combinación de un mayor crecimiento potencial, una mayor eficiencia del gasto público y mayor flexibilidad en reglas fiscales. Países como Bélgica o Francia ya están en el disparadero por unas inercias fiscales de difícil reversión que se están reflejando en el realineamiento de las primas de riesgo en Europa.

No obstante, la clave de la estabilidad del escenario económico y financiero estriba en cómo termine de perfilarse la relación comercial entre China y EE. UU., que afectará a los dos sectores claves para el desarrollo de la IA (tierras raras y microchips) en los que existe dependencia mutua. Un equilibrio óptimo permitiría mantener las inercias positivas de la inversión en IA sobre el crecimiento a corto plazo (especialmente visibles en EE. UU.) y aumentar la probabilidad de que este proceso de innovación termine manifestándose en productividad y crecimiento potencial a medio plazo, compensando los efectos negativos de la demografía y la fragmentación económica. De hecho, la IA es un ejemplo de incertidumbre positiva, pues anticipamos mayor crecimiento y productividad gracias a ella, pero no sabemos con certeza cuánto. La clave, por tanto, es si se terminará rentabilizando todo el esfuerzo inversor, fundamental para diluir el riesgo financiero provocado por la confluencia de tensiones fiscales, incertidumbre y tensiones geopolíticas. Lo anterior, unido a exigentes valoraciones en bolsa, conforma un entorno en el que la estabilidad financiera puede ponerse a prueba en 2026, con segmentos del crédito privado bajo el radar de los inversores. Los bancos centrales tienen las herramientas necesarias para sofocar los fuegos que vayan apareciendo por el camino, aunque los grados de libertad también son más reducidos tras los esfuerzos de la última década.

En este contexto complejo, la economía española ha seguido mostrando un sólido dinamismo que permitirá cerrar el año con ritmos de crecimiento medios muy próximos al 3%. Lo más destacable de la evolución durante el ejercicio ha sido el viraje hacia la demanda interna como motor del crecimiento, pese a que las exportaciones han mantenido un comportamiento vigoroso (gracias a los servicios). De cara a 2026, las tendencias continuarán siendo positivas, gracias al esperable tirón de los fondos europeos, al impulso demográfico, a la existencia de unas condiciones financieras acomodaticias, a los elevados niveles de la tasa de ahorro de las familias y a una inversión residencial que responde al aumento de la demanda. Todo ello nos lleva a anticipar un crecimiento del 2,1% en 2026.

En definitiva, el próximo año la economía seguirá expuesta a la combinación entre nuevas tendencias de fondo (restricciones a los movimientos comerciales y migratorios, auge de la IA, etc.) y los desafíos a corto plazo (escaso espacio fiscal, valoraciones elevadas en mercados financieros, etc.). Un año en el que otra vez será determinante la capacidad de cuestionar en cada momento los supuestos detrás de las proyecciones económicas, así como la flexibilidad a la hora de tomar decisiones.

José Ramón Díez  
Noviembre de 2025

## Cronología

### OCTUBRE 2025

- 29 La Fed bajó el tipo *fed funds* en 25 p. b. al rango 3,75%-4,00%, su segundo recorte del año, y anunció el fin de la reducción del balance.

### AGOSTO 2025

- 5 Entran en vigor la mayoría de los aranceles recíprocos impuestos por EE. UU. a otros países.
- 29 S&P mejora la nota crediticia de la deuda portuguesa a A+.

### JUNIO 2025

- 5 El BCE recorta los tipos de interés en 25 p. b. y baja el tipo *depo* hasta el 2,0%.
- 12 Según Copernicus, de la Comisión Europea, mayo de 2025 fue, a nivel mundial, el segundo mes de mayo más cálido desde que se tienen datos (el récord lo tiene mayo de 2024).

### SEPTIEMBRE 2025

- 9 El Tribunal Supremo de EE. UU. acepta estudiar por la vía rápida la legalidad de los aranceles de Trump.
- 12 S&P mejora la nota crediticia de la deuda española a A+ y Fitch sube la de Portugal a A.
- 17 La Fed baja los tipos de interés en 25 p. b. al rango 4,00%-4,25%, tras nueve meses de pausa.
- 26 Moody's y Fitch mejoran la nota crediticia de la deuda española a A3 y A, respectivamente.

### JULIO 2025

- 27 Acuerdo entre la UE y EE. UU. que establece un arancel general del 15%, así como el tratamiento preferencial de una serie de productos estratégicos y el compromiso de compras e inversiones por parte europea en industrias clave de EE. UU.

### MAYO 2025

- 3 La OPEP aumenta la producción de crudo al tiempo que crecen las tensiones internas.
- 28 Las dudas legales sobre los aranceles de la Administración Trump incrementan la incertidumbre sobre sus efectos globales.

## Agenda

### NOVIEMBRE 2025

- 3 Portugal: deuda pública (3T).
- 4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
- 5 Portugal: empleo (3T).
- 6 España: producción industrial (septiembre).
- 13 Portugal: coste laboral (3T).
- 14 Portugal: *rating* Moody's.  
Japón: PIB (3T).
- 16-17 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 19 Portugal: balanza de pagos (septiembre).
- 20 España: comercio exterior (septiembre).
- 25 España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
- 27 Eurozona: índice de sentimiento económico (noviembre).
- 28 España: avance del IPC (noviembre).  
España: *rating* DBRS.  
Portugal: desglose del PIB (3T).  
Portugal: avance del IPC (noviembre).

### DICIEMBRE 2025

- 2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).  
Eurozona: avance del IPC (noviembre).
- 3 Portugal: producción industrial (octubre).
- 9-10 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 10 Portugal: comercio internacional (octubre).
- 16 España: encuesta trimestral de coste laboral (3T).
- 18 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 18-19 Consejo Europeo.
- 23 España: contabilidad nacional trimestral (3T).  
España: créditos, depósitos y morosidad (3T).  
España: balanza de pagos y PIIN (3T).  
Portugal: desglose del PIB por sectores institucionales (3T).  
Portugal: precios de la vivienda (3T).
- 30 España: avance del IPC (diciembre).  
España: tasa de ahorro de los hogares (3T).  
Portugal: ratio de morosidad (3T).
- 31 Portugal: avance del IPC (diciembre).

## España 2026: dinamismo, solidez y confianza

La economía española sigue destacando por su dinamismo. Además, detrás del vigor que presentan los principales indicadores, hay varios factores que señalan la consolidación de un ciclo expansivo sólido, lo que también ayuda a entender la confianza que muestran tanto hogares como empresas e inversores.

En el 3T 2025, el PIB creció un 0,6% en términos intertrimestrales y un 2,8% en términos interanuales. Son cifras acordes con el escenario de previsiones de CaixaBank Research, que contempla un crecimiento del 2,9% para el conjunto de este año. No hubo sorpresas. Sin embargo, son cifras que sobresalen cuando las comparamos con los datos de las principales economías desarrolladas, y especialmente con las europeas. El conjunto de la eurozona apenas creció un 0,2% intertrimestral, lastrada por el estancamiento de Alemania e Italia. Ello ensancha aún más la brecha abierta entre la economía española y la europea en la recuperación pospandemia. Desde 2019, la economía española acumula un crecimiento del 10,0%, frente al 6,4% que registra la eurozona.

La solidez del crecimiento se constata al observar la transversalidad que presenta a nivel sectorial. Según el indicador sectorial de CaixaBank Research, el 73% de los sectores presentan un ritmo de avance superior a su promedio histórico, una cifra que contrasta con el 41% de 2023 o el 36% de 2024. Además, el dinamismo está siendo impulsado por dos motores que tienen recorrido a medio plazo. Por un lado, la inversión. En el 3T, la formación bruta de capital fijo creció un 1,7% intertrimestral y un 7,6% interanual. Pero sobre todo destaca la aceleración del crecimiento de la llamada inversión en activos fijos inmateriales, con un crecimiento del 2,4% en el trimestre, y que ya se sitúa un 40% por encima de los registros de 2019. Bajo este epígrafe se encuentra la inversión del tejido productivo en nuevos equipos de *software* informático o en bases de datos, y el gasto en proyectos de innovación tecnológica que generan patentes, elementos clave para consolidar la incipiente mejora de la productividad. La rebaja de los tipos de interés que ha llevado a cabo el BCE y la sana situación financiera del sector corporativo español, junto con la ejecución de los fondos NGEU, deberían ayudar a que la inversión siga creciendo de forma vigorosa los próximos años.

El segundo motor que impulsa el crecimiento es el consumo de los hogares, que avanzó un 1,2% en el 3T, un 3,3% en términos interanuales. Respecto a 2019, el avance acumulado es del 6,4%. En este caso, gran parte del aumento

está estrechamente relacionado con el crecimiento de la población. A más personas, más consumo. Sin embargo, al consumo por persona le costó arrancar tras la pandemia, en términos reales, y no recuperó los niveles de 2019 hasta el último trimestre de 2024. En el 3T 2025 se situaba un 1,7% por encima. En parte, le ha costado recuperarse porque el conjunto de los hogares ha mantenido una tasa de ahorro relativamente elevada en los últimos años, seguramente en respuesta al aumento de la incertidumbre y de los tipos de interés. La evolución de la renta de los hogares tampoco ha ayudado. La renta bruta disponible por habitante se encuentra un 5,3% por encima de los niveles previos a la pandemia. Pero su crecimiento se apoya en el aumento de las prestaciones sociales, que se encuentran un 9,3% por encima de los niveles previos a la pandemia, y en el de las rentas netas de la propiedad, que han aumentado un 13,5%. En cambio, la evolución de los salarios ha sido más débil, y en términos reales todavía se encuentran alrededor de un 5% por debajo, y su recuperación está siendo tímida. Las diferencias en la evolución de las distintas fuentes de ingresos explican la sensación de que la recuperación no está llegando a todos los bolsillos. A medida que los salarios vayan recuperando el poder adquisitivo, y que la tasa de ahorro se normalice, el recorrido que tiene el consumo para seguir creciendo es amplio. Además, el crecimiento de la población también es de esperar que siga ayudando a que el consumo a nivel agregado siga aumentando.

Finalmente, destaca la confianza que está recibiendo la economía española. En un contexto de elevada incertidumbre a nivel internacional, por las tensiones geopolíticas, la escalada de los aranceles por parte de EE. UU. o las dudas sobre la capacidad de varias economías desarrolladas de ajustar sus cuentas públicas, el dinamismo del consumo de los hogares y de la inversión es aún más remarkable y refleja la confianza de hogares y empresas en que el impacto de todos estos factores será limitado para la economía española. En un contexto así, no hubiera sorprendido cierta desaceleración de estas partidas. También es destacable la confianza que están manteniendo los inversores internacionales. La prima de riesgo de la deuda española, aupada por las recientes mejoras de su *rating*, no solo no ha aumentado, sino que a cierre de este informe se encuentra en 51 p. b., el nivel más bajo desde antes de la crisis financiera, en 2009, y ensancha la diferencia respecto a la prima de riesgo que presentan la deuda francesa o italiana.

Oriol Aspachs

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

### Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	3,50	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	3,57	3,10
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,30	3,10
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	3,50	3,50
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,20	4,50
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	2,15	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,93	1,97
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	2,00	2,03
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	2,05	2,06
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	2,09	2,11
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,14	2,18
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,96	1,99
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,70	2,80
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,57	2,73
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,85	3,04
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,35	3,60
Prima de riesgo	11	164	85	98	68	65	80
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,09	2,21
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,49	2,68
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	3,20	3,50
Prima de riesgo	19	314	82	63	46	50	70
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,19	1,20
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,88	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	173,00	168,00
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	65,1	65,3
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	54,8	54,4

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

### Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>CRECIMIENTO DEL PIB<sup>1</sup></b>							
<b>Mundial</b>	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	3,1	3,1
<b>Países desarrollados</b>	2,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,6	1,6
Estados Unidos	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	1,8	1,9
Eurozona	2,3	0,9	1,3	0,5	0,8	1,3	1,2
Alemania	1,6	1,3	0,4	-0,7	-0,5	0,2	1,1
Francia	2,3	1,0	0,7	1,6	1,1	0,6	0,7
Italia	1,5	-0,3	1,6	0,8	0,5	0,5	0,7
Portugal	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,8	2,0
España	3,6	0,7	0,7	2,5	3,5	2,9	2,1
Japón	1,4	0,4	-0,2	1,5	0,1	1,0	1,0
Reino Unido	2,8	1,2	1,0	0,4	1,1	1,3	1,2
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,3	4,9	3,1	4,7	4,3	4,2	4,0
China	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,6	4,0
India	7,2	6,7	3,8	8,9	6,7	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	3,4	2,0	1,8
México	2,3	1,5	0,5	3,4	1,4	0,8	1,4
Rusia	-	1,4	0,6	4,1	4,3	1,7	1,3
Turquía	5,5	4,5	6,3	6,6	3,3	3,2	2,9
Polonia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	3,3
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,2	3,9
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,4	2,2
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,8	2,8
Eurozona	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,1	2,0
Alemania	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,2	2,1
Francia	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	1,1	1,7
Italia	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,8	1,7
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,3	2,1
España	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,0
Japón	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	1,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	3,4	2,5
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,9	5,5	6,8	8,0	7,7	5,3	4,9
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,0	1,0
India	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rusia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquía	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polonia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	3,4

Nota: 1. Cifras ajustadas por estacionalidad y calendario para la eurozona, Alemania, Francia, Italia, Portugal, España y Polonia. Cifras ajustadas por estacionalidad para Estados Unidos y Reino Unido.

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

### Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,0	1,7	3,0	3,1	2,4
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	2,6	4,5	2,9	1,3	0,9
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	-0,7	5,9	3,6	5,3	3,3
Bienes de equipo	4,9	0,2	-2,7	2,6	1,9	8,6	3,3
Construcción	5,7	-2,6	-1,3	5,5	4,0	4,0	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,8	1,5	3,2	3,1	2,3
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	2,2	3,2	4,2	2,2
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	2,5	0,0	2,9	5,4	2,9
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	3,0	1,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	10,4	9,7
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,0
Costes laborales unitarios	3,1	0,6	3,6	6,1	4,0	4,0	3,0
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,1	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	0,2	1,4	3,7	4,2	3,4	3,6
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,5	-7,1	-3,3	-3,2	-2,7	-2,5

Nota: 1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

■ Previsiones

### Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	1,8	0,5	1,2	2,3	3,0	3,2	2,3
Consumo de las AA. PP.	2,2	-0,3	2,0	1,8	1,5	1,5	1,5
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	2,9	6,0	3,8	2,6	5,5
Bienes de equipo	3,4	2,7	5,5	8,6	7,5	-	-
Construcción	-1,4	-2,4	2,6	4,5	2,7	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	2,2	2,9	3,4	2,8
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	3,6	4,2	3,1	1,0	2,7
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	4,0	2,3	4,8	4,6	4,3
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	2,3	0,9
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,5	6,4	6,3	6,4
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,3	2,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,8	-1,1	3,9	2,4	0,6	0,9
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,1	1,9	2,8	2,5	2,5
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,3	0,5	-0,1	-1,2

■ Previsiones

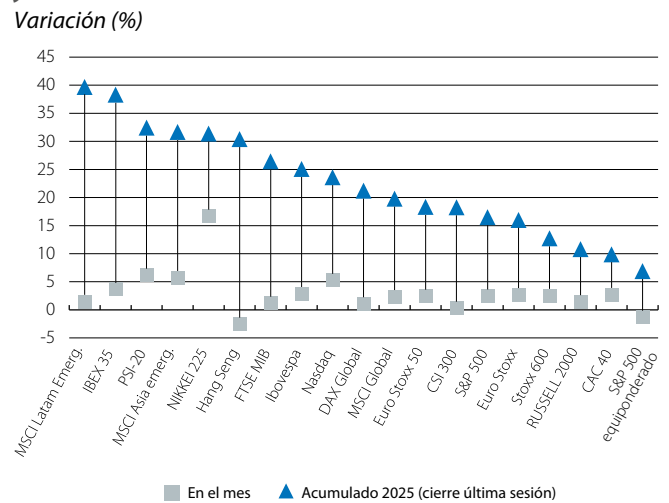
## Los mercados ponderan la distensión geopolítica y el vértigo tecnológico

**Repunte de los activos de riesgo, no exento de idas y vueltas.** La tregua comercial entre EE. UU. y China, el alto el fuego en Gaza y la reconducción de las negociaciones presupuestarias en Francia ofrecieron apoyo al sentimiento de los inversores. En el balance de octubre, los principales índices bursátiles alcanzaron máximos históricos, el dólar se apreció, las rentabilidades de la deuda soberana descendieron y los diferenciales periféricos de la eurozona se estrecharon, mientras que las materias primas exhibieron disparidad entre el alza de los metales y el descenso en los precios del crudo. Pese a este tono positivo de conjunto, las cotizaciones no estuvieron exentas de volatilidad y sufrieron movimientos de ida y vuelta, especialmente en las bolsas, los tipos de interés soberanos y algunas materias primas. En este contexto, los bancos centrales cumplieron con lo esperado: la Fed recortó tipos, el BCE los mantuvo y las expectativas de política monetaria de los inversores se mantuvieron relativamente estables.

**Los bancos centrales mantuvieron el rumbo previsto.** La Reserva Federal recortó los tipos en 25 p. b., situando el tipo *fed funds* en el rango 3,75%-4,00%, y anunció el fin del programa de reducción de balance a partir de diciembre. Sin embargo, el tono del presidente Powell fue más cauto, y advirtió que no deben darse por sentadas nuevas bajadas, especialmente en un contexto de datos incompletos por el cierre de la Administración (*shutdown*). Además, las declaraciones de distintos miembros de la Fed traslucieron una notable disparidad de opiniones en el seno del FOMC. Con todo, los inversores siguen apostando por un nuevo recorte de tipos en diciembre (aunque moderaron su probabilidad hasta cerca del 70%) y mantienen la expectativa de dos bajadas más en 2026. En cuanto al BCE, mantuvo los tipos en el 2,00% y reiteró su estrategia de tomar las decisiones «reunión a reunión» y según «la evolución de los datos», rechazando dar pistas sobre la evolución futura de los tipos de interés. Si bien el BCE destacó una mejora en el balance de riesgos que rodea la economía de la eurozona, los mercados mantuvieron sus expectativas sin grandes cambios, cotizando una probabilidad cercana al 95% de que el tipo *depo* siga en el 2,00% en diciembre, pero con cierto sesgo bajista para 2026 (probabilidad implícita de un 45% para que el BCE termine recortando el *depo* hasta el 1,75% en el primer semestre del año que viene).

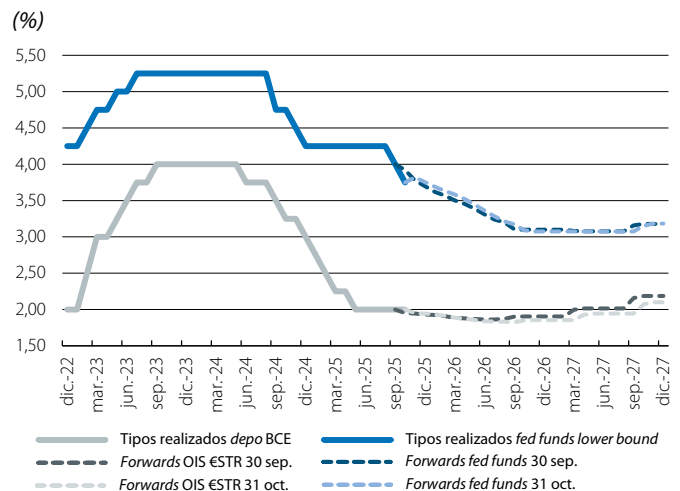
**Caídas indecisas en los tipos de interés soberanos.** Mes de ida y vuelta para la deuda soberana, que finalmente se saldó con una disminución generalizada de los tipos de interés soberanos a ambos lados del Atlántico (y con un mayor descenso en los tramos largos). En EE. UU., los tipos soberanos llegaron a acumular caídas de hasta 20 p. b., aunque repuntaron a finales de octubre, tras la reunión del FOMC y el tono más cauto de Powell, además de encontrar apoyo en la tregua comercial con China.

### Desempeño de los índices bursátiles en el año y mes



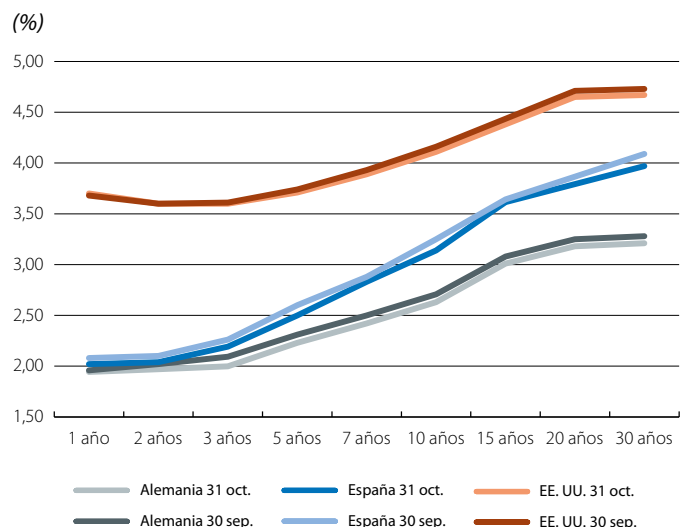
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Expectativas del mercado sobre los tipos de intervención



Nota: Implícitos de los futuros sobre el EFFR y tipos OIS del €STR. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Curvas de rentabilidades soberanas



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

En Europa, el desempeño fue similar: con un *bund* que se vio presionado en la primera mitad del mes, pero que recuperó un poco de terreno en la segunda. Por otro lado, las primas de riesgo de la periferia de la eurozona se redujeron (no solo en Italia, España y Portugal, sino también en Francia, ante una reconducción de las negociaciones para los presupuestos de 2026).

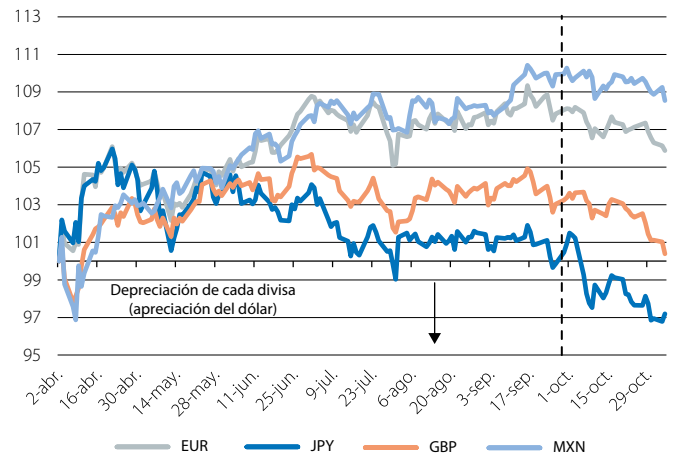
**Apreciación generalizada del dólar.** Tras la fuerte depreciación sufrida en la primera mitad del año y un verano prácticamente plano, el dólar se apreció en octubre, apoyado en unos indicadores de actividad sólidos en EE. UU. (pese a la falta de estadísticas públicas, suspendidas por el *shutdown* de la Administración) y el sesgo ligeramente tensionador en los comentarios de algunos miembros de la Fed a finales de mes. Así, el euro se depreció hasta los 1,15 dólares y alcanzó mínimos desde junio. Por otro lado, el yen japonés se debilitó en el mes, también penalizado por la expectativa de continuidad en la política acomodaticia del Banco de Japón, que mantuvo los tipos sin cambios.

**Avances en las bolsas, pero con señales de cautela ante las valoraciones tecnológicas.** Los principales índices estadounidenses y europeos llegaron a alcanzar máximos históricos en el mes, impulsados por la resiliencia de la economía global, la tregua comercial entre EE. UU. y China y unos resultados empresariales sólidos. Aunque en el conjunto del mes el sector tecnológico fue uno de los principales impulsores de las bolsas estadounidenses, se registraron algunos episodios de corrección, con el comentario de mercados centrado en las empresas tecnológicas, sus elevados múltiplos de valoración y las exigentes expectativas de inversión en inteligencia artificial. En Europa, el avance sectorial fue algo más equilibrado, con una buena contribución de las cotizaciones del sector financiero, mientras que, por países, el IBEX 35 y el PSI-20 se situaron entre los índices con mayores avances en el conjunto del mes.

**Dinámicas dispares entre las materias primas.** Mientras los metales industriales y los productos agrícolas subieron notablemente en octubre, las materias primas energéticas retrocedieron y el oro registró importantes idas y vueltas en el mes. En concreto, tras acumular fuertes ganancias durante las primeras semanas, el oro sufrió una corrección hacia finales de octubre, retrocediendo casi un 10% desde los máximos alcanzados a mediados de mes. Por su parte, los metales industriales registraron avances generalizados, con subidas destacadas en el aluminio y el cobre. El petróleo, en cambio, cerró el mes en negativo, lastrado por la perspectiva de un mercado con exceso de oferta (la Agencia Internacional de la Energía revisó al alza sus previsiones de excedente global para 2026). Estas perspectivas llevaron a la OPEP a pausar sus incrementos de producción, anunciando que no habrá aumentos en el 1T 2026, después de un incremento de la producción previsto para diciembre relativamente moderado (137.000 barriles diarios). Con todo, también el petróleo sufrió idas y vueltas, oscilando entre los 61 dólares por barril de Brent y un pico de 67 dólares (alcanzado tras la imposición de sanciones de EE. UU. y la UE contra las petroleras rusas Rosneft y Lukoil).

**Evolución de divisas seleccionadas frente al dólar**

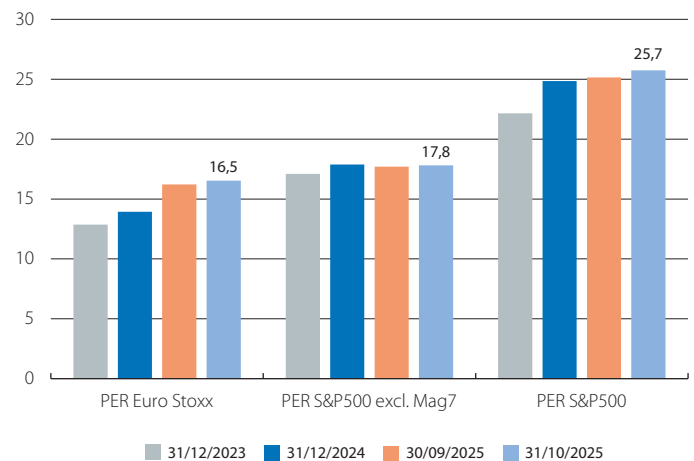
Índice (100 = 02/04/2025)



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

**Eurozona y EE. UU.: ratio PER \* de los principales índices**

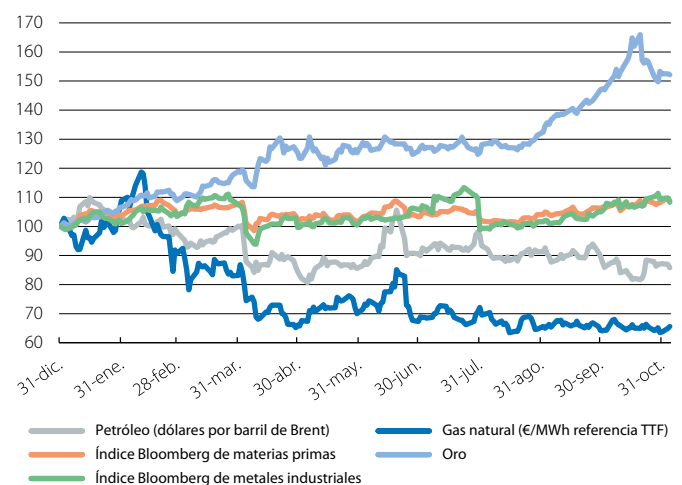
Ratio



Nota: \* Precio acción/beneficio esperado en los próximos 12 meses. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Evolución de las materias primas**

Índice (100 = 31/12/2024)



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

## Los límites de la deuda: edición 2025

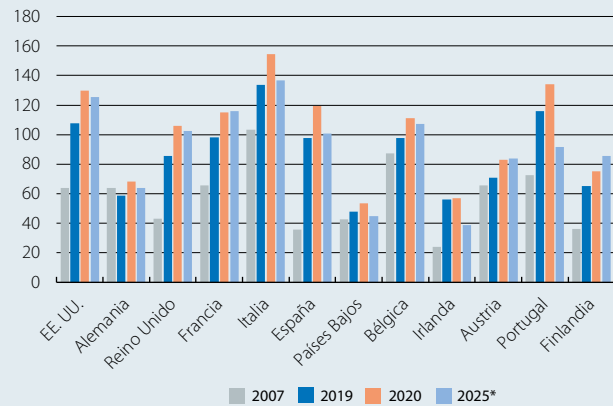
En las últimas décadas, se ha producido un aumento fuerte y generalizado de la deuda pública, como ya repasamos hace un año.<sup>1</sup> Algunos de los países que llegaron a picos elevados lo están corrigiendo, pero en otros casos los niveles son altos y no dan señales de reducirse (véase el primer gráfico). Esto ha generado algunos momentos de inquietud en los mercados financieros, con mayor sensibilidad de los inversores a las cuentas públicas.

Entre las economías avanzadas que, tras alcanzar elevados niveles de deuda, no dan señales de estarlos corrigiendo, destacan EE. UU., Francia, el Reino Unido, Bélgica y Japón. Las perspectivas de crecimiento del PIB nominal, del saldo público y de los tipos de interés apuntan a que, en los próximos años, las ratios de deuda pública seguirán deteriorándose de manera relevante en EE. UU., Francia y Bélgica (véase la primera tabla).<sup>2</sup> En los tres casos, el aumento previsto de la deuda refleja la perspectiva de unos déficits públicos primarios (es decir, se excluye el pago de intereses) sostenidamente elevados.<sup>3</sup> Además, en EE. UU. también sopla en contra un diferencial entre tipos de interés y crecimiento económico menos favorable. En cambio, en Japón se prevé que el diferencial entre tipos y crecimiento facilite la reducción de la deuda, mientras que en el Reino Unido la ratio de deuda tendería a estabilizarse en los niveles actuales si se cumplen las perspectivas en tipos, crecimiento y política fiscal.

Revertir estas tendencias no será fácil sin un esfuerzo fiscal sustancial.<sup>4</sup> Bajo las previsiones actuales de PIB y tipos de interés, EE. UU., Francia y Bélgica deberían converger a un saldo fiscal primario equilibrado, como mínimo, para empezar a reducir sus ratios de deuda (véase la última columna de la primera tabla). Sin cambios en la senda de

### Deuda pública bruta

(% del PIB)



**Nota:** \* 2025 previsión según el informe de primavera 2025 de la Comisión Europea.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

### Dinámicas de la deuda pública en las principales economías

(% del PIB)

	Deuda pública bruta			Saldo público primario	
	2025	Δ 2030*	Δ 2035*	Previsto 2030	Estabiliza deuda a partir de 2030**
EE. UU.	125	22	44	-3,4	1,0
Alemania	64	9	20	-2,4	-0,4
Japón	246	-12	-13	-2,5	-2,7
Reino Unido	103	-1	-4	0,7	0,0
Francia	116	14	28	-2,9	-0,1
Italia	137	-5	-9	1,9	1,1
España	101	-8	-14	0,6	-0,6
Países Bajos	45	5	11	-1,6	-0,4
Bélgica	107	16	33	-3,6	-0,2
Irlanda	39	-10	-19	1,3	-0,6
Austria	84	6	13	-1,6	-0,1
Portugal	92	-12	-18	0,7	-0,6
Finlandia	86	7	13	-2,0	-0,9
Grecia	147	-20	-34	2,0	-0,8

**Notas:** \* Variaciones de la deuda pública a 2030 y 2035 proyectadas según previsiones del PIB nominal y el saldo público primario (excl. intereses) del FMI (se asume que en 2031-2035 se mantiene el desempeño de 2030) y el tipo de interés medio de la deuda según forwards de mercado (30 de septiembre de 2025). \*\* Se asume que el PIB nominal crece igual que en 2030.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea, del FMI (WEO de octubre 2025), de Bloomberg, del BCE y de los tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.

- Véase el Focus «Los límites de la deuda», en el IM01/2025.
- Previsiones de crecimiento del PIB nominal (*g*) y saldo público primario (*b*) del FMI (actualización del World Economic Outlook de otoño de 2025). Previsiones de tipos de interés (*i*) basadas en *forwards* de mercado (calibrados según el vencimiento medio de cada país), y bajo el supuesto que cada año se refinancia al tipo de mercado un porcentaje de la deuda proporcional al vencimiento medio. Con estos *g*, *b* e *i*, proyectamos la evolución de la ratio de deuda pública sobre PIB (*d*) a partir de la ecuación clásica para la dinámica de la deuda:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} \times d_t - b_{t+1}$$

- En EE. UU., el Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) estima que la *One Big Beautiful Bill Act* aprobada por la Administración Trump en verano añadirá más de 1,5 p. p. al déficit primario anual en 2026 y 2027, y entre 1,0 p. p. y 1,5 p. p. en 2028-2030, lo que representa más de un tercio del déficit primario anual previsto por el FMI. Véase CRFB (2025), «The 30-Year Cost of OBBA». En Francia, la fragmentación parlamentaria dificulta la toma de medidas para una reducción relevante de unos déficits primarios que parten de niveles elevados (-3,7% en 2024).
- Las proyecciones de este artículo no tienen en cuenta el *feedback* negativo que tendría una consolidación fiscal significativa sobre el crecimiento económico, una situación que complica más la realidad de las cuentas públicas de los países señalados.

la política fiscal, la caída de los tipos de interés o el repunte de crecimiento del PIB nominal necesarios para estabilizar y comenzar a corregir la deuda deberían ser muy notables (véanse la segunda y tercera tabla). Por otro lado, esto no implica que la sostenibilidad de la deuda se vea fácilmente comprometida por un repunte de los tipos de interés en los mercados. Y es que los repuntes de tipos en los mercados secundarios se ven diluidos por una vida media de la deuda relativamente alta (mitiga el porcentaje de deuda a refinanciar a un coste potencialmente más alto). Por ejemplo, dados los vencimientos medios actuales de la deuda, estimamos que un incremento sostenido de los tipos de interés en los mercados secundarios de 100 p. b. provoca-

ría un aumento del coste medio de la deuda, en un horizonte promedio de 10 años, de unos 25 p. b. en la media de los países analizados (al tercer año, el impacto medio sería de unos 15 p. b., al quinto año de cerca de 25 p. b., y al décimo de unos 45 p. b.).

En cambio, la senda que sigue la periferia de la eurozona y sus dinámicas de crecimiento y tipos de interés son, *a priori*, favorables para continuar reduciendo los ratios de deuda: como muestra la primera tabla, en este escenario Italia, España y Portugal podrían alcanzar en 10 años reducciones de casi 10 p. p., 15 p. p. y 20 p. p., respectivamente. Además, como se ve en la segunda y tercera tabla, la periferia de la eurozona tiene cierto colchón para resistir un aumento de los tipos de interés o una desaceleración del PIB y, aun así, seguir reduciendo los ratios de deuda. Con todo, estos países no dejan de partir de niveles de deuda elevados, y corregirlos de manera más sustancial requiere también un esfuerzo fiscal relevante, como muestra la última tabla.<sup>5</sup>

Por su parte, Alemania presenta un caso especial. Se encuentra en un nivel de deuda pública bajo, pero las proyecciones de PIB, tipos y saldo público apuntan a un aumento relevante de la deuda, dirigido por unos planes de gasto en inversión y defensa que en el último año han reorientado la política fiscal germana.<sup>6</sup>

Y es que una deuda elevada no es necesariamente negativa. La deuda es una tecnología que permite almacenar riqueza, luchar contra crisis e invertir en el futuro. Los países con mejor capacidad crediticia son los que más pueden endeudarse. Sin embargo, la capacidad crediticia puede erosionarse fácilmente si la economía no sabe recuperar espacio fiscal cuando la coyuntura es favorable. Ello es especialmente relevante tras unos años de fuerte crecimiento nominal del PIB y ante un horizonte de presiones estructurales sobre el gasto (envejecimiento poblacional, defensa y transición energética).<sup>7</sup>

5. Las nuevas reglas fiscales de la UE, aprobadas en 2024, dan cierta flexibilidad a través de planes de ajuste a medio plazo. Véase «[El nuevo marco de gobernanza económica de la UE](#)» en el IM01/2025.

6. Véase el artículo «[El dilema fiscal europeo a medio plazo](#)», en este mismo Dossier, para una discusión sobre las necesidades de inversión en Europa y las perspectivas para la deuda pública.

7. Según el FMI, en las principales economías europeas los pagos de intereses de la deuda pública, el envejecimiento poblacional (pensiones y sanidad), la transición energética y el gasto en defensa generarán una presión adicional sobre el gasto público anual del 5,75% del PIB en el horizonte 2050. FMI (2025), «Long-term spending pressures in Europe», Departmental Paper.

## Tipo de interés medio de la deuda: promedio 2026-2030

(%)

	Implícito en los forwards de mercado*	Estabiliza la deuda en niveles 2025**
EE. UU.	4,1	0,6
Alemania	2,0	-1,1
Japón	0,8	1,8
Reino Unido	3,4	3,7
Francia	2,5	0,1
Italia	3,1	3,9
España	2,8	4,5
Países Bajos	2,0	-0,2
Bélgica	2,6	-0,5
Irlanda	1,8	7,2
Austria	2,4	1,0
Portugal	2,6	5,3
Finlandia	2,1	0,5
Grecia	2,4	5,3

**Notas:** \* La proyección del coste medio asume que cada año se refinancia una parte de la deuda (determinada por el vencimiento medio) al tipo de interés implícito en los mercados a 30 de septiembre de 2025. \*\* Asumiendo que el tipo de interés se mantiene en todo el horizonte.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg (forwards a 30 de septiembre de 2025), del FMI (WEO octubre de 2025), del BCE, de la Comisión Europea y de los tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.

## PIB nominal

Variación anual (%)

	Promedio 2026-2030 previsto (FMI)	Estabiliza la deuda*
EE. UU.	3,8	7,4
Alemania	3,2	4,6
Japón	2,6	1,1
Reino Unido	3,7	5,3
Francia	3,0	5,6
Italia	2,7	2,7
España	4,2	3,4
Países Bajos	3,5	5,6
Bélgica	2,9	6,3
Irlanda	3,9	-1,7
Austria	3,3	6,2
Portugal	3,9	0,3
Finlandia	3,4	7,4
Grecia	3,9	0,3

**Notas:** \* En 2030, deuda estable en los niveles de 2025. Se asume un saldo público primario estable en los niveles de 2025 y que los pagos de intereses evolucionan según proyecciones basadas en forwards de mercado.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de FMI (WEO octubre), Comisión Europea, Bloomberg, BCE y tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.

## Saldo público primario

(% del PIB)

	Previsto 2025 (FMI)	Estabiliza la deuda*	Devuelve la deuda a 2019 en 10 años	Reduce a la mitad la distancia de la deuda vs. 60% en 10 años**
EE. UU.	-3,8	0,6	2,4	3,6
Alemania	-1,6	-0,5	0,0	-0,3
Japón	-0,9	-3,5	-2,5	0,3
Reino Unido	-1,8	-0,1	1,6	2,9
Francia	-3,4	-0,3	1,5	2,5
Italia	0,5	0,9	1,1	4,6
España	-0,6	-1,0	-0,7	1,1
Países Bajos	-1,5	-0,5	-0,8	-1,3
Bélgica	-3,7	-0,2	0,7	2,1
Irlanda	1,4	-0,8	-2,7	-1,9
Austria	-3,0	-0,4	0,9	0,8
Portugal	2,0	-0,9	-3,4	0,7
Finlandia	-4,2	-0,9	1,2	0,4
Grecia	3,2	-1,5	-5,3	3,0

**Notas:** \* En 2030, se ha estabilizado la deuda al nivel de 2025. \*\* A niveles de 2007 para EE. UU., Japón y el Reino Unido.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO octubre), de la Comisión Europea, Bloomberg, del BCE y de los tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.

**Tipos de interés (%)**

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-125,0
Euríbor 3 meses	2,04	2,03	1	-67,4	-101,6
Euríbor 12 meses	2,20	2,19	0	-26,4	-35,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	1,88	1,94	-6	-36,5	-56,6
Deuda pública a 2 años (Alemania)	1,97	2,02	-5	-11,4	-29,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,63	2,71	-8	26,6	24,5
Deuda pública a 10 años (España)	3,14	3,26	-11	8,2	4,6
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,99	3,12	-12	14,5	20,0
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite inferior)	3,75	4,00	-25	-50,0	-100,0
SOFR 3 meses	3,89	3,98	-9	-41,6	-68,2
Deuda pública a 1 año	3,68	3,61	6	-46,6	-60,3
Deuda pública a 2 años	3,57	3,61	-3	-66,8	-60,9
Deuda pública a 10 años	4,08	4,15	-7	-49,2	-22,3

**Spreads de deuda corporativa (p. b.)**

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	56	-1	-3,0	-2,8
Itraxx Financiero Sénior	59	60	-1	-4,9	-5,3
Itraxx Financiero Subordinado	100	103	-2	-11,8	-12,9

**Tipos de cambio**

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,154	1,173	-1,7	11,4	6,3
EUR/JPY (yenes por euro)	177,670	173,530	2,4	9,1	6,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,877	0,873	0,5	6,0	4,7
USD/JPY (yenes por dólar)	153,990	147,900	4,1	-2,0	0,4

**Materias primas**

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	540,3	545,9	-1,0	0,7	1,0
Brent (\$/barril)	65,1	67,0	-2,9	-12,8	-10,3
Oro (\$/onza)	4.002,9	3.859,0	3,7	52,5	43,6

**Renta variable**

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.840,2	6.688,5	2,3	16,3	17,7
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.662,0	5.530,0	2,4	15,6	15,9
Ibex 35 (España)	16.032,6	15.475,0	3,6	38,3	36,9
PSI 20 (Portugal)	8.427,0	7.957,6	5,9	32,1	31,8
Nikkei 225 (Japón)	52.411,3	44.932,6	16,6	31,4	33,4
MSCI emergentes	1.401,6	1.346,1	4,1	30,3	24,4

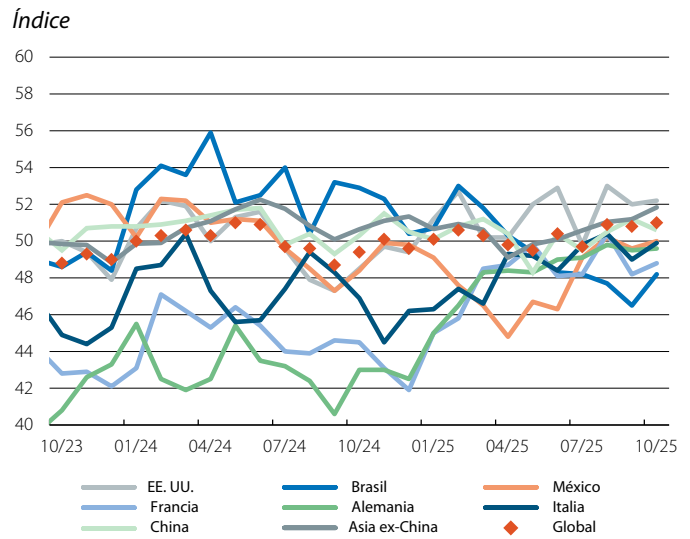
## La economía global va avanzando, tregua a tregua

**Relaciones EE. UU.-China: ¿tregua o truco?** En la antesala de la cumbre del foro Asia-Pacífico (APEC), la gira asiática de Donald Trump ha dejado algunos gestos de distensión en las relaciones comerciales entre EE. UU. y China. La reunión entre el presidente estadounidense y Xi Jinping, en Corea del Sur, concluyó con un acuerdo que incluye el retraso por un año de los controles de exportación anunciados por China en octubre sobre tierras raras y productos relacionados, la reanudación de las compras de soja estadounidense y una reducción general de 10 p. p. en los aranceles aplicados a las importaciones chinas, a cambio de una mayor cooperación en la lucha contra el tráfico de fentanilo. Estas medidas podrían reducir el arancel efectivo promedio aplicado por EE. UU. sobre las importaciones chinas de cerca del 40% al 30%, y el arancel total de EE. UU. del 16% al 14,5%. Se abrió también la posibilidad de flexibilizar las restricciones estadounidenses a la exportación de chips avanzados y se han suspendido las restricciones adicionales a la operación de empresas chinas incluidas en la lista de entidades sancionadas. Además, EE. UU. ha alcanzado acuerdos comerciales con varios países ASEAN y se han anunciado nuevos acuerdos con Malasia, Tailandia y Japón para reforzar la cooperación en tierras raras, lo que marca una aceleración de los esfuerzos de EE. UU. por «blindar» sus cadenas de suministros de minerales críticos ante un trasfondo geoeconómico nebuloso.

**Hojas de otoño: un trimestre de contrastes entre economías avanzadas.** En el 3T, el PIB de la eurozona creció un 0,2% intertrimestral (vs. 0,1% en el 2T). No obstante, el dato agregado oculta una fuerte disparidad entre países. Alemania e Italia siguen registrando un crecimiento débil, y sus economías se estancaron en el 3T, tras las caídas registradas en el 2T (-0,2% y -0,1%, respectivamente), mientras que la economía francesa se aceleró, registrando un crecimiento intertrimestral del 0,5%, impulsado por un aumento en las exportaciones de material aeronáutico. Esta divergencia subraya la fragilidad de la economía europea, donde la economía española va destacando, al sostener un crecimiento cercano al 3%. Por otro lado, en EE. UU., el cierre del Gobierno federal desde el 1 de octubre –ya el más largo de la historia– mientras republicanos y demócratas no llegan a un acuerdo para aprobar un proyecto de ley que financie los servicios públicos federales más allá del 1 de octubre, cuando expiró el presupuesto federal anterior, implica que la mayoría de las publicaciones de estadísticas oficiales, incluyendo los datos de PIB del 3T, se han aplazado.

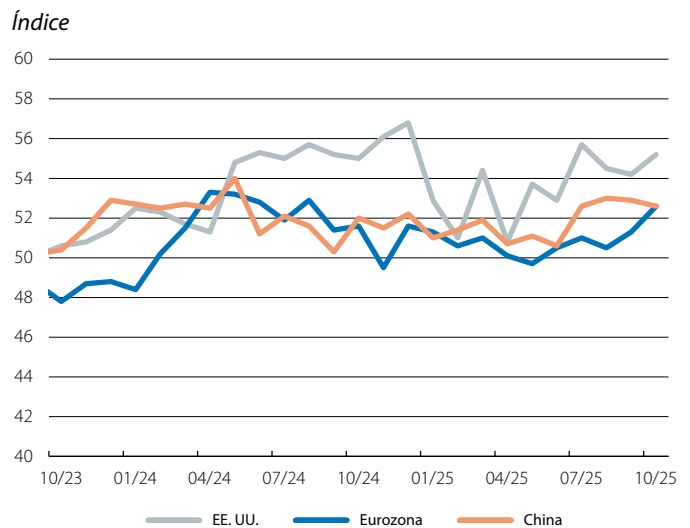
**Un otoño sin sustos, de momento.** En la eurozona, los indicadores de actividad disponibles apuntan a un inicio de 4T positivo. El sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea mejoró en octubre y alcanzó su máximo desde marzo de 2023 (96,8 puntos vs. 95,6 anterior), mientras que el PMI de manufacturas se situó en los 50,0 puntos (vs. 49,8 anterior), con mejoras en las mayores economías del bloque. El PMI de servicios ha mejorado y se ha situado en los 53,0 puntos (vs. 51,3 anterior), un máximo desde agosto de 2024. En este entorno, la inflación general cayó al 2,1%, mientras que la núcleo se mantuvo en el 2,4%, destacando el repunte en los servicios (+0,2 p. p., hasta el 3,4%), que contra-

### Global: PMI de manufacturas



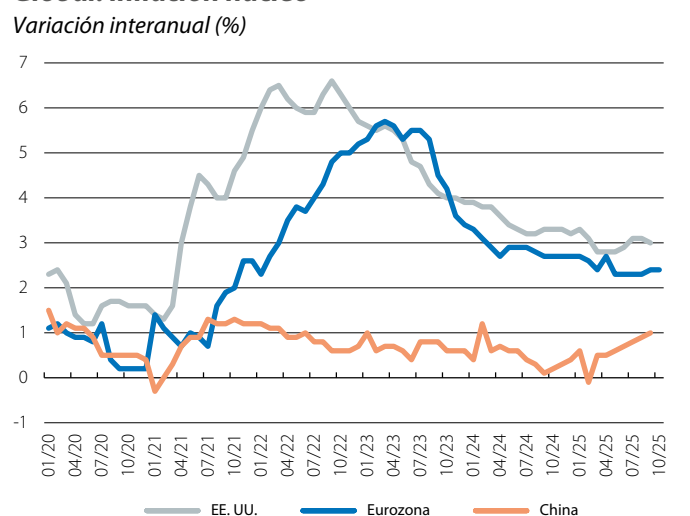
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

### Global: PMI de servicios



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

### Global: inflación núcleo



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics, de Eurostat y de la Oficina Nacional de Estadísticas de China.

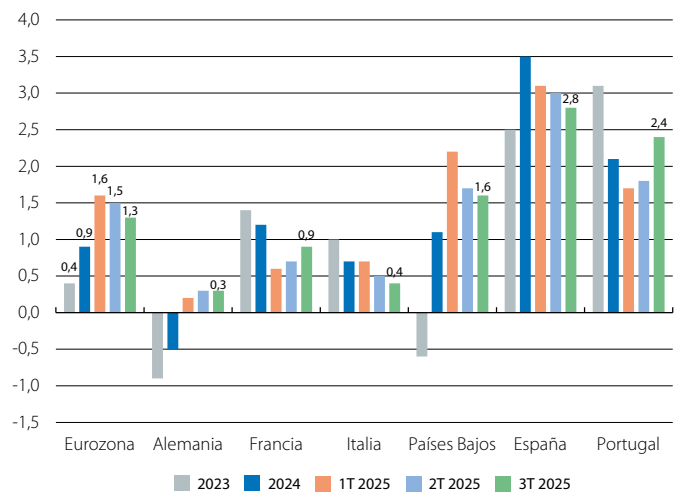
restó la moderación en los bienes industriales y los alimentos y el abaratamiento de la energía. En EE. UU., el 4T empezó con señales positivas, reflejadas en el repunte del PMI compuesto a 54,8 puntos, impulsado por los servicios (55,2 vs. 54,2 anterior) y una leve mejora en las manufacturas (52,2 vs. 52,0 anterior). No obstante, el ritmo de creación de empleo sigue moderándose, mientras que la inflación permanece estable, lo que permitió a la Fed bajar tipos en octubre, aunque con un mensaje de cautela con respecto a las próximas reuniones (véase la [Coyuntura de Mercados](#)).

**China, entre luces y sombras.** La economía china creció un 1,1% intertrimestral en el 3T, una ligera aceleración con respecto al 2T, aunque en términos interanuales el crecimiento se ha ralentizado del 5,2% al 4,8%, y los indicadores mensuales muestran una desaceleración del consumo privado y de la inversión. El ritmo de crecimiento de las ventas minoristas cayó (6,2% en el 2T, 5,8% en el 3T) y la inversión en áreas urbanas se contrajo un 0,5% interanual hasta septiembre, su primera caída desde 2020. Por otro lado, la producción industrial y las exportaciones se aceleraron en septiembre (6,5 vs. 5,2% anterior y +8,3 vs. 4,4% anterior, respectivamente). A pesar de las fuertes caídas en las exportaciones a EE. UU., las exportaciones siguen ofreciendo una palanca de crecimiento al gigante asiático y los flujos comerciales con el denominado Sur Global le han ofrecido un importante colchón. Este año destaca el repunte de las exportaciones a África y al resto de Asia, acelerando una tendencia observable en los últimos años. Con todo, los datos de octubre apuntan a una ralentización, con un PMI manufacturero oficial bajando a 49,0 puntos (49,8 en septiembre), su nivel más bajo desde mayo, una tendencia también observada en los PMI Rating Dog (50,6 vs. 51,2 anterior).

**Los emergentes, «punto dulce» en un entorno cenizo.** Entre los vaivenes de la geopolítica, las economías emergentes siguen mostrando un notable dinamismo. Aunque el PMI manufacturero bajó ligeramente en octubre, a 51,1 puntos, el índice sigue manteniéndose en zona expansiva, y cerca de su nivel más alto del año. Asimismo, las caídas en China o Corea han sido contrarrestadas por mejoras en la India (59,2 puntos, también cerca de máximos del año) y varios países de la región ASEAN, como Tailandia (56,6 puntos, un máximo desde mayo de 2023) o Vietnam (54,7, un máximo desde julio de 2024), y la recuperación de Brasil (48,2 puntos vs. 46,5 anterior). A pesar de todo, los pedidos de exportación siguen por debajo de los niveles de inicio de año en la mayoría de los países. Por su parte, la economía de México sigue afectada por las políticas comerciales de EE. UU. El PIB se contrajo un 0,2% en el 3T, el primer retroceso anual desde el 1T 2021. El freno de la actividad se concentró principalmente en la industria mientras se observa una desaceleración del consumo y de la inversión. En su última reunión, Banxico rebajó los tipos de interés en 25 p. b., hasta el 7,5%, y subrayó la preocupación por la debilidad económica ante la incertidumbre comercial. Asimismo, en su última actualización de otoño, el FMI ha mantenido prácticamente sin cambios sus previsiones para las economías emergentes respecto a su escenario de julio (4,2% en 2025 y 4,0% en 2026), remarcando el difícil entorno para la economía global, donde el comercio mundial crecerá más lentamente, y los fantasmas de la fragmentación, las restricciones migratorias y vulnerabilidades fiscales se pondrán de manifiesto.

**Eurozona: PIB**

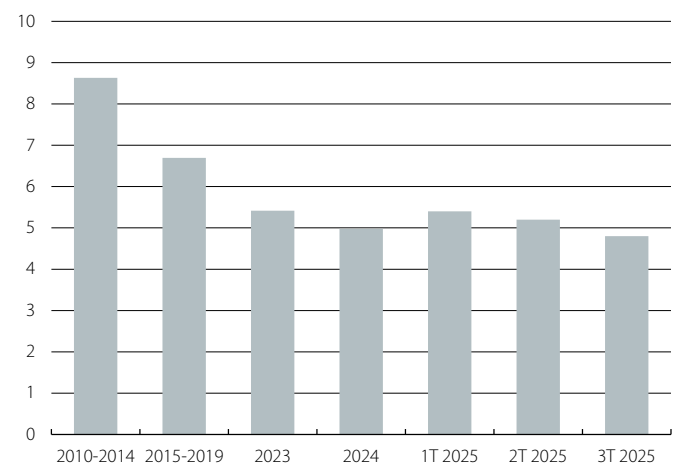
Variación interanual (%)



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

**China: PIB**

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadísticas de China.

**China: crecimiento de las exportaciones**

Variación interanual (%)

	3T 2025	2T 2025	1T 2025	2024	2018-2023
Exportaciones totales	6,6	6,1	5,6	5,8	7,4
EE. UU.	-27,3	-23,9	4,4	4,9	3,4
UE	11,2	9,2	3,6	3,1	5,9
ASEAN	18,4	17,5	7,7	12	11,3
Japón	3,6	6,7	2,8	-3,5	2,6
India	11,0	14,2	13,8	2,4	11,1
Asia	14,1	12,3	6,3	6,7	7,0
Latinoamérica	6,4	5,1	9,6	13,1	12,3
África	41,5	31,4	11,3	3,6	10,8

Nota: Se utiliza el promedio de crecimiento de las exportaciones en los años 2018-2023. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics, de Eurostat y de la Oficina Nacional de Estadísticas de China.

## La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo? (parte I)

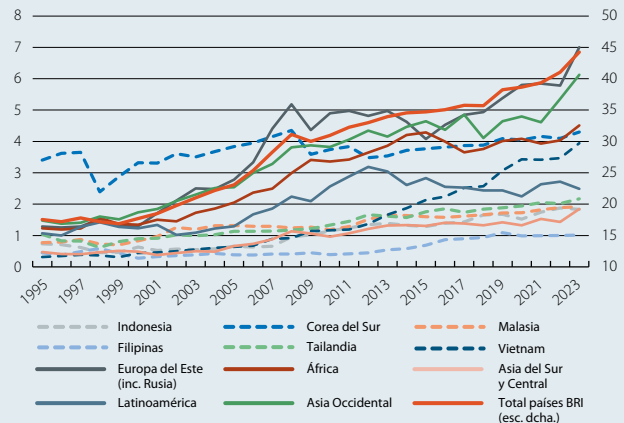
Durante la última década, China se ha convertido en un actor clave en el comercio global y en flujos de inversión directa extranjera (IDE) hacia economías emergentes. Anclada en la Iniciativa de la Franja y la Ruta (BRI, por sus siglas en inglés),<sup>1</sup> lanzada en 2013, su ambiciosa política exterior ha buscado establecer alianzas y se ha enfocado en la mejora de la conectividad regional mediante inversiones en infraestructuras, y la integración económica en el continente euroasiático, pero también en África y América Latina.

La BRI ofrece reducción de costes y tiempos de transporte, y genera «economías de aglomeración» en el sector manufacturero e incentiva la movilidad de recursos. Por otro lado, la participación en la BRI puede promover la IDE china y apoyar la modernización del tejido productivo de los países participantes.<sup>2</sup> Asimismo, los canales de comercio e inversión están entre los más relevantes para entender los efectos económicos de la BRI. En una serie de tres artículos, analizaremos con más profundidad el canal de comercio, utilizando datos detallados de flujos de comercio internacional.

### Perfil exportador de China: de gigante manufacturero a potencia tecnológica

Tal como perseguía la BRI, China ha logrado aumentar su cuota de exportaciones globales, desde poco más del 5% al inicio de siglo (sobre 500.000 millones de dólares) hasta el 15% (o 3,5 billones de dólares) hoy en día, al mismo tiempo que las exportaciones hacia países participantes en la BRI han pasado del 20% a más del 40% del total. Además, en los últimos años, se observó una rápida diversificación de destinos de exportación, con un aumento de

**China: cuota de exportaciones a países en la Iniciativa de la Franja y la Ruta (BRI)**  
(% de las exportaciones totales de bienes)



**Nota:** Se consideran países participantes en la Iniciativa de la Franja y la Ruta como los que han firmado el «Memorando de Entendimiento» (en total, más de 140 países). En el caso de Rusia, a pesar de que no participa oficialmente en la iniciativa, el país ha participado en distintos proyectos de infraestructura en la región y en varios foros organizados en el ámbito de la BRI.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica y Nedopil, C. (2025), «China Belt and Road Initiative (BRI) Investment Report 2024».

la cuota de países participantes en la BRI de casi 10 p. p.<sup>3</sup> Asimismo, China ha desarrollado vínculos a nuevos mercados y ha mejorado la infraestructura de países que empezaban a ganar importancia como destinos de exportación, creando rutas de comercio alternativas a los destinos tradicionales de exportación, como EE. UU., ante un aumento inminente de las fricciones comerciales.

Por sectores, las exportaciones chinas hacia países BRI han mostrado una tendencia al alza generalizada, pero con matices. Por ejemplo, la cuota de exportaciones de muebles y productos relacionados hacia estos países ha crecido 15 p. p. entre 2018 y 2023 (del 23% al 38%), tras mantenerse prácticamente estancada en la década anterior, mientras la cuota de exportaciones de automóviles ha crecido 14 p. p. (del 40% al 54%) y ha alcanzado un nuevo máximo desde 2013 (cuando se situó en el 50%), en un periodo de fuerte crecimiento del sector. Se observan aceleraciones también en sectores como los productos eléctricos y la electrónica, mientras que en los metales su cuota de mercado se mantiene estable desde 2018.

### La nueva Ruta de la Seda: eje estratégico del comercio global chino

En la última década, los países participantes en la BRI explican prácticamente la mitad del aumento de las

1. El nombre hace referencia a las antiguas Rutas de la Seda, redes comerciales que conectaban Asia, Oriente Medio y Europa desde el siglo II a. C. hasta el siglo XV d. C. Desde que la BRI fue anunciada, en 2013, cada año nuevos países han firmado el «Memorando de Entendimiento» para participar en el programa. La mayoría de los países participantes lo hicieron entre 2013 y 2018, siendo este último el año con más adhesiones (62 en total), y se encuentran en Asia y África, regiones compuestas mayoritariamente por países con mayores necesidades de inversión en infraestructuras y que permiten a China extender su influencia regional. En total, más de 140 países forman parte de la iniciativa. Aunque no existe un listado oficial de países participantes, utilizamos la definición de Nedopil, C. (2025) «China Belt and Road Initiative (BRI) Investment Report 2024», Green Finance & Development Center.

2. Zhai, F. (2018) «China's Belt and Road Initiative: A preliminary quantitative assessment», Journal of Asian Economics, pp. 84-92, estima que la BRI podría tener un impacto positivo en flujos de comercio y en PIB, en particular, si la acompañan mejoras institucionales. Véanse también Bird, J., Lebrand, M. y Venables, A. (2020) «The Belt and Road Initiative: Reshaping economic geography in Central Asia?», Journal of Development Economics; y Yeung, H. y Huber, J. (2024) «Has China's Belt and Road Initiative positively impacted the economic complexity of host countries? Empirical evidence», Structural Change and Economic Dynamics, pp. 246-58.

3. El índice de Herfindahl-Hirschman (HH) de concentración geográfica de las exportaciones de China ha disminuido de 655,9 en 2011-2013 (652,4 en 2016-2019) a 451,6 en 2021-2023, lo que indica una rápida diversificación geográfica de sus exportaciones. Por otro lado, el índice de concentración por productos (a nivel HS4) de las exportaciones chinas se ha mantenido estable en el periodo (cerca de los 170 puntos).

exportaciones de China (véase el segundo gráfico). En el top 10 de destinos que más han contribuido se encuentran cuatro países que forman parte de la iniciativa (15 en el top 30), entre los que destaca especialmente Vietnam, con una contribución del 7,8% al crecimiento total de las exportaciones de China en el periodo, lo que convierte al país en el quinto mayor destino de exportaciones chinas, tras apenas haber alcanzado el top 20 de principales destinos de exportaciones chinas una década antes. Otros países asiáticos participantes en la BRI, como los Emiratos Árabes Unidos, Tailandia, Indonesia o Filipinas también han visto crecimientos sustanciales, así como algunos países del este europeo, mientras Latinoamérica y África han registrado crecimientos significativos desde 2016-2018. Por otro lado, a pesar de que EE. UU. ha contribuido significativamente al aumento de exportaciones de China en el conjunto de la última década (7% del total), la dinámica ha ido cambiando rápidamente. Mientras que, hasta 2016-2018, las exportaciones de China a EE. UU. crecieron más de un 20%, estas se han contraído en los años siguientes. Asimismo, la cuota de exportaciones a EE. UU. ha bajado del 20% a cerca de un 15% del total.

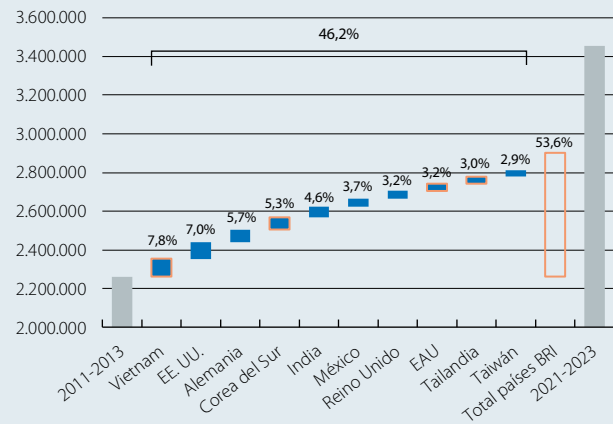
Además de haber diversificado la distribución geográfica de sus exportaciones, un análisis a nivel de producto muestra cambios profundos en las cadenas de valor chinas. Como testigo de su rápida evolución tecnológica, China ocupa hoy en día el lugar 21 del ranking de complejidad tecnológica de exportaciones (ECI, por sus siglas en inglés) del Observatorio de Complejidad Económica, frente al 31 en 2013, y por debajo del 50 hasta el 2004. En la última década, las mayores contribuciones al aumento de las exportaciones de China se han dado en sectores como la electrónica y la maquinaria, en los cuales el país ha ganado un papel clave. Destacan, particularmente, las baterías eléctricas y los automóviles, con contribuciones superiores al 6%, y crecimientos nominales muy expresivos. En conjunto, las exportaciones de estos bienes se han multiplicado por 12 en el periodo. Por otro lado, destaca también la contribución del petróleo refinado, cuyas exportaciones se han duplicado en 10 años, principalmente hacia países asiáticos.

La distribución de los flujos comerciales de cada país depende de múltiples factores económicos, geográficos, institucionales o geopolíticos. Eso sí, queda claro cómo los esfuerzos de China en la última década, anclados en varias iniciativas complementarias, a nivel externo (como la BRI) y a nivel interno (como su política industrial *Made in China 2025*), han logrado una transformación profunda de su estructura productiva y de sus relaciones comerciales con el resto del mundo, con evidentes derivadas geopolíticas.

*Luís Pinheiro de Matos (CaixaBank Research)  
y Sergi Artés Sebastià (estudiante grado UPF)*

### China: exportaciones totales y contribuciones por país

(Millones de dólares)

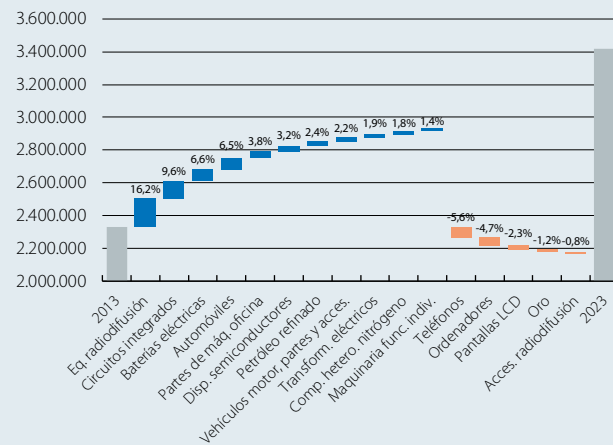


**Notas:** Las columnas con bordes naranjas corresponden a países con participación oficial en la BRI. Se muestra el top 10 de países con mayores contribuciones al aumento de las exportaciones de China, así como la contribución total de los países BRI.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica.

### China: exportaciones totales y contribuciones por producto

(Millones de dólares)



**Nota:** Se muestran las categorías de productos (a nivel HSA) con mayores contribuciones al aumento de las exportaciones de China y los productos con contribuciones más negativas.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica.

## Economías emergentes: resiliencia después de tres shocks globales

Las economías emergentes<sup>1</sup> se han enfrentado a tres grandes *shocks* globales en los últimos años: la pandemia de la COVID-19, la crisis energética y alimentaria derivada de la guerra en Ucrania y el giro proteccionista impulsado por EE. UU. El efecto de estos episodios se ha manifestado de manera heterogénea en este grupo de países, aunque, a pesar de su magnitud, muchas economías emergentes han mostrado una resiliencia notable en términos de estabilidad económica y de capacidad de recuperación financiera.

Desde el punto de vista macroeconómico, la pandemia supuso una fuerte contracción para la economía global. La caída de los ingresos, el aumento del desempleo y el incremento de los déficits fiscales y la deuda pública supuso para los países emergentes un descenso de su PIB del 2,1% en 2020, una caída de 6,7 p. p. respecto a las proyecciones previas a la pandemia. Sin embargo, la recuperación fue más rápida de lo previsto y las posteriores secuelas estructurales se aminoraron, en gran medida, gracias a que el impacto negativo sobre la productividad fue menos persistente en el tiempo respecto a lo sufrido en eventos anteriores.<sup>2</sup> Con la guerra de Ucrania, se desencadenó el segundo *shock* en forma de una crisis energética y alimentaria, que supuso el aumento de la inflación a nivel mundial. En el caso de los emergentes, la inflación se situó alrededor del 10% en 2022. Aunque el repunte de los precios afectó de manera desigual a estos países, fueron los importadores<sup>3</sup> de energía y alimentos los más perjudicados, con notables aumentos de los déficits de sus balanzas por cuenta corriente. Esta situación, además, se vio agravada porque a nivel mundial se produjo un endurecimiento sincronizado de la política monetaria que derivó en el encarecimiento del servicio de la deuda para los países emergentes.

El tercer *shock*, que lo podríamos datar desde la victoria de Donald Trump a la presidencia de EE. UU., ha venido de la mano del giro proteccionista de este país, a través de la imposición de aranceles generalizados entre países y también sobre importaciones de sectores clave como los semiconductores, la energía o la automoción, entre otros.<sup>4</sup> No obstante, la economía global, y la de los emergentes en particular, ha mostrado un comportamiento mejor de lo esperado durante la primera mitad del año gracias al adelanto de las importaciones, al incremento gradual de los aranceles

1. El FMI considera que las economías o mercados emergentes son aquellos países en desarrollo que muestran un crecimiento económico significativo, industrialización acelerada y una creciente integración en la economía global. Los países que forman este grupo son: México, Brasil, Argentina, Colombia, Chile, Perú, China, India, Indonesia, Malasia, Corea del Sur, Vietnam, Filipinas, Tailandia, Taiwán, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Sudáfrica, Nigeria, Egipto, Kenia, Polonia, República Checa, Turquía, Rusia, Hungría y Rumanía.

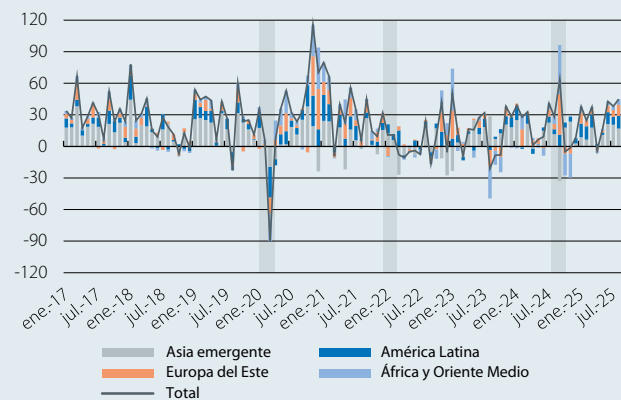
2. Véase Jackson, C. y Lu, J. (2023). «Revisiting Covid Scarring in Emerging Markets», FMI.

3. Véase Lebrand M., Vasishtha, G. y Yilmazkuday, H. (2023). «Energy price shocks and current account balances, evidence from Emerging Market and Developing Economies», World Bank.

4. Véase Kohlscheen, E. y Rungcharoenkittul, P. (2025). «Macroeconomic impact of tariffs and policy uncertainty», BIS Bulletin 110.

### Flujos de capital de carteras

(Miles de millones de dólares)



**Notas:** Recoge los flujos de capital invertido en renta variable y renta fija. Las franjas grises corresponden al inicio de cada shock.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de IIF.

(que ha evitado una guerra comercial) y a la relajación de las condiciones financieras en la mayoría de los países.

Además, a lo largo de estos cinco años, la capacidad de resistencia de los emergentes se ha observado en otras variables, como la paulatina recuperación del saldo por cuenta corriente y el endeudamiento externo sobre el PIB, tal y como indica nuestro monitor de vulnerabilidad externa.<sup>5</sup> En suma, esta progresión favorable ha propiciado que muchos organismos internacionales hayan mejorado sus previsiones de crecimiento para el conjunto de los emergentes, como el FMI, que ha revisado al alza sus previsiones del crecimiento del PIB<sup>6</sup> para este año en dos ocasiones, hasta el 4,2% en 2025 y el 4,0% en 2026 (+0,5 p. p. y +0,1 p. p., respecto a las previsiones de abril, respectivamente).

### Ingredientes para la mejora de la resiliencia financiera

Además de distintos elementos coyunturales, se han producido algunos cambios de fondo que han amortiguado progresivamente el efecto negativo de cada *shock* sobre las economías emergentes.<sup>7</sup> La COVID-19 marcó un punto de inflexión en un amplio número de países emergentes, con la toma de decisiones y actuaciones más contundentes en política monetaria y fiscal.

De una parte, la respuesta rápida y contundente de muchas autoridades monetarias al repunte de la inflación por la interrupción de las cadenas de suministros globales derivada de la pandemia, que incluso en el caso de Brasil, México y Rusia se anticipó a la de la Fed y el BCE, fue el inicio hacia un marco monetario más sólido, guiado por el objetivo de anclaje de las expectativas de inflación y la menor dependencia de las

5. Véase el Focus «Una primera valoración de la vulnerabilidad externa de los emergentes» en el IM10/2023.

6. Véase FMI. «World Economic Outlook, October 2025: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim».

7. Véase «Chapter 2: Emerging Markets resilience: Good luck or Good policies», World Economic Outlook, October 2025: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim.

intervenciones cambiarias. Además, la autonomía en la toma de decisiones ha redundado en el aumento de la credibilidad de estos bancos centrales.

De otra, en materia fiscal, la introducción de reglas presupuestarias, a pesar de la heterogeneidad entre países, y el inicio de la consolidación fiscal de manera más temprana que en crisis anteriores, han aportado relativa estabilidad fiscal en el bloque emergente. No obstante, y como se apunta desde el FMI, aún queda bastante por hacer en este terreno. Se ha observado cómo, por ejemplo, a pesar de la existencia de reglas fiscales en algunos países de América Latina, se han producido desviaciones fiscales que han elevado la vulnerabilidad de la deuda.

**Los flujos de capital, menos volátiles y más selectivos**

El resultado de los avances experimentados en ambas esferas, monetaria y fiscal, ha sido esencial para promover la resiliencia de los países emergentes. Esta fortaleza se ha reflejado a través de uno de los aspectos clave en el escenario global: los flujos de capital.

Históricamente, los mercados financieros emergentes se han mostrado más vulnerables ante los *shocks* globales. Habitualmente, su irrupción desencadenaba un movimiento de *risk-off* entre los inversores globales, caracterizado por la salida de flujos de capital de esos mercados, la depreciación de sus divisas y el endurecimiento de las condiciones financieras domésticas (usado como herramienta para amortiguar el encarecimiento de la deuda externa). Sin embargo, la experiencia posterior a los *shocks* de los últimos años deja una lectura favorable y distinta a la tradicional.

Como resalta el FMI,<sup>8</sup> se ha observado cómo aquellos países donde los bancos centrales han mostrado mayor autonomía y han logrado anclar mejor las expectativas de inflación también han reducido la necesidad de intervenir en sus divisas. Igualmente, la consolidación fiscal temprana ha contenido los riesgos soberanos, moderando los *spreads* y facilitando el acceso a la financiación externa.

Además, el esfuerzo de muchas de estas economías por construir instituciones y marcos de política creíbles y estables ha favorecido el desarrollo de unos mercados en divisa local que, además de atraer inversores extranjeros, cuentan cada vez más con la participación de inversores domésticos, pieza relevante para sostener el crecimiento de esas economías y reducir los episodios de inestabilidad financiera. Según el Institute of International Finance, en agosto se produjeron entradas netas de capital por valor de 45.000 millones de dólares en los países emergentes, con un repunte notable en la deuda denominada en moneda local.

No obstante, la recuperación no ha sido homogénea. En un escenario como el actual, marcado por las tensiones geopolíticas, la incertidumbre comercial y la divergencia monetaria, los flujos de inversión se han concentrado en aquellos países con fundamentos sólidos o menos expuestos a los aranceles de Trump, mientras que en otros se observan salidas o comportamientos erráticos. Por ejemplo, los flujos se han sostenido en países como Brasil, India, Perú, Chile y Sudáfrica. Por el contrario, países como México, Argentina, Turquía o Colombia han estado sujetos a mayor volatilidad.

Beatriz Villafranca

**Monitor de vulnerabilidad externa**

	Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	Deuda externa (% del PIB)	Deuda externa c/p (% deuda externa)	Deuda externa c/p (% reservas)	Tipo de interés efectivo deuda externa (%)	Entradas IDE (% del PIB)	Prima de riesgo deuda externa emitida en dólares (p. b.)	Ranking de vulnerabilidad externa De mayor a menor riesgo
Turquía	-2,1 (-3,9)	31,9 (-16,5)	32,4 (9)	191,7 (70)	5,3 (2,2)	0,3 (-0,5)	N/A	1
Argentina	-1,6 (-0,9)	39,4 (-26,2)	17,2 (-6,8)	146,1 (-12,7)	6,2 (-3)	0,2 (-0,9)	1.150 (-190)	2
Malasia	1,8 (-1,8)	62,2 (2,5)	42,5 (1,4)	107,5 (15,5)	2,6 (-0,2)	1,2 (0,8)	40 (-20)	3
Egipto	-4,1 (-1,1)	42,9 (11)	17,7 (7,6)	78,4 (51,6)	5,4 (2,2)	3,4 (1)	550 (40)	4
Sudáfrica	-0,1 (2,5)	41,2 (-6,3)	22,4 (3,8)	73,2 (2,6)	5,1 (0,8)	0,7 (0,2)	300 (-20)	5
Chile	-2,1 (3,2)	78,9 (1,3)	8 (-1,9)	49 (0,9)	3,7 (3,3)	3,3 (2,2)	80 (-10)	6
Perú	1,3 (2)	28,6 (0,2)	N/A	N/A	2,7 (-0,2)	0,2 (-2)	130 (20)	7
Tailandia	3 (-4)	34,7 (4,5)	45,9 (11,3)	37,8 (10,2)	11,1 (8,6)	-1,5 (-0,7)	150 (20)	8
Rusia	1,9 (-2,2)	11,6 (-14,5)	44,9 (31)	31,7 (16,3)	10,9( 5,2)	0,2 (-0,4)	1.310 (1.090)	9
Colombia	-2,9 (1,7)	48,9 (5,3)	10,2 (-1,1)	35,1 (5)	6,6 (2,4)	2,2 (-1,1)	310 (100)	10
China	2,8 (2)	13,7 (0,5)	46,5 (-10,5)	41,2 (2,6)	4,7 (0,1)	-0,8 (-1,1)	10 (-40)	11
Marruecos	-2 (1,5)	42 (-0,5)	14,4 (-1,5)	27 (-7,3)	4,3 (2,9)	0,8 (0,2)	210 (-40)	12
Brasil	-3,3 (0,2)	27,1 (-4,2)	13,9 (0,1)	26,7 (4,3)	11 (6,6)	2,2 (-0,3)	190 (-70)	13
México	-0,7 (-0,4)	32,7 (-14,6)	10,9 (2)	29,4 (-1,9)	5,1 (0,7)	1,4 (-0,4)	190 (-40)	14
Filipinas	-4,6 (-3,7)	22,5 (3,2)	14 (-6,6)	19,3 (-2,3)	5,7 (3,5)	1 (-0,4)	80 (0)	15
India	-0,3 (0,8)	18,3 (-1,3)	19,5 (0,6)	22,6 (-2,1)	2,1 (-1)	0,2 (-1,1)	90 (-40)	16
Arabia Saudita	-2 (-6,3)	32,3 (13)	18,7 (-9,6)	18,6 (8,5)	4,9 (2,3)	-0,1 (1,2)	N/A	17
Argelia	-1,4 (7,2)	2,8 (-0,1)	26,8 (-14,4)	3,5 (-0,1)	2,6 (1,7)	0,3 (-0,4)	610 (140)	18

Notas: Los valores corresponden a la situación de las variables en el 2T 2025. En paréntesis, se recoge la variación en p. p. de las variables entre 2019 y el 2T 2025. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Oxford Economics y de LSEG Workspace.

8. Véase nota al pie 6.

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

## ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,9	2,8	2,4	2,0	2,1	...	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,2	3,4	4,1	4,8	4,9	...	5,4	...	...
Confianza del consumidor (valor)	105,4	104,5	110,6	99,8	93,1	97,4	97,8	95,6	94,6
Producción industrial	0,2	–0,3	–0,3	1,2	0,9	...	0,9	...	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,2	50,1	48,7	48,6	48,7	49,1	48,7
Viviendas iniciadas (miles)	1.421	1.371	1.387	1.401	1.354	...	1.307	...	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	312	330	336	340	338	...	337	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	4,0	4,1	4,1	4,2	...	4,3	...	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,3	60,1	59,9	60,0	59,8	...	59,6	...	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,0	–2,8	–3,0	–3,5	–3,6	...	...	...	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	4,1	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	2,9	3,0	...
Inflación núcleo	4,8	3,4	3,3	3,1	2,8	3,1	3,1	3,0	...

## JAPÓN

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Actividad</b>									
PIB real	1,2	0,1	1,2	1,7	1,7	...	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	35,1	37,2	36,1	34,7	32,8	34,6	34,9	35,3	35,8
Producción industrial	–1,4	–3,0	–2,5	2,5	0,8	0,4	0,1	1,6	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	14,0	12,0	13,0	14,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–0,9	–0,7	...	...	...	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	3,3	2,7	2,9	3,8	3,4	2,9	2,7	2,8	...
Inflación subyacente	3,9	2,4	2,3	2,7	3,2	3,2	3,3	3,1	...

## CHINA

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Actividad</b>									
PIB real	5,4	5,0	5,4	5,4	5,2	4,8	–	–	–
Ventas al por menor	7,8	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	3,4	3,0	...
Producción industrial	4,6	5,6	5,6	6,8	6,2	5,8	5,2	6,5	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	49,8	50,2	49,9	49,4	49,5	49,4	49,8	49,0
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	865	997	997	1.086	1.146	1.177	1.169	1.177	...
Exportaciones	–5,1	4,6	10,0	5,7	6,0	6,5	4,3	8,2	...
Importaciones	–5,5	1,0	–1,8	–6,9	–0,9	4,3	1,2	7,4	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	0,2	0,2	0,2	–0,1	0,0	–0,2	–0,4	–0,3	...
Tipo de interés de referencia <sup>3</sup>	3,5	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.

## EUROZONA

## Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Ventas al por menor (variación interanual)	-1,9	1,2	2,2	2,0	2,8	1,7	1,6	1,0	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,6	-3,0	-1,6	1,5	1,4	...	1,1	...	...
Confianza del consumidor	-17,4	-14,0	-13,5	-14,1	-15,7	-15,0	-15,5	-14,9	-14,2
Sentimiento económico	96,2	95,7	95,1	95,5	94,4	95,6	95,4	95,6	96,8
PMI manufacturas	45,0	45,9	45,4	47,6	49,3	50,1	50,7	49,8	50,0
PMI servicios	51,2	51,5	50,9	51,0	50,1	50,9	50,5	51,3	53,0
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,5	1,2	0,7	0,7	0,7	...	-	-	-
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	6,6	6,4	6,2	6,3	6,4	6,3	6,3	6,3	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,3	7,5	7,5	7,5	7,5	7,6	...
Italia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,2	6,3	6,3	6,0	6,0	6,1	...
<b>PIB real (variación interanual)</b>	0,6	0,8	1,3	1,6	1,5	1,3	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-0,7	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,3	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,6	1,1	0,6	0,6	0,7	0,9	-	-	-
Italia (variación interanual)	1,1	0,5	0,5	0,7	0,5	0,4	-	-	-

## Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
General	5,5	2,4	2,2	2,3	2,0	2,1	2,0	2,2	2,1
Núcleo	5,0	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4

## Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Saldo corriente</b>	2,0	3,4	3,4	3,0	3,6	...	5,1	...	...
Alemania	5,5	5,8	5,8	5,4	6,6	...	9,4	...	...
Francia	-1,0	0,1	0,1	0,0	-0,3	...	-0,7	...	...
Italia	0,2	1,1	1,1	0,9	1,3	...	2,5	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,7	95,0	94,1	93,5	96,7	98,5	98,3	98,7	98,2

## Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>	2,7	0,8	1,4	2,2	2,6	2,9	3,0	2,9	...
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	1,7	0,5	0,9	1,5	2,1	2,5	2,5	2,6	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)	4,6	4,9	4,4	3,9	3,4	3,2	3,1	3,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%)	4,4	4,6	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,5	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	-8,5	-3,9	1,2	3,6	5,3	5,6	5,6	5,6	...
Otros depósitos a corto plazo	21,1	12,3	6,0	2,3	-0,1	-1,4	-1,3	-2,2	...
Instrumentos negociables	20,3	20,3	18,6	15,7	10,4	4,1	2,2	4,0	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,7	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7	1,7	1,7	...

**Notas:** 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.

## La demanda interna, soporte de la economía española

**La demanda interna toma un mayor protagonismo.** La economía española sigue avanzando con fuerza. El PIB creció un 0,6% intertrimestral en el 3T 2025, muy por encima, como viene siendo la tónica habitual, del crecimiento de la eurozona, del 0,2%. La composición del crecimiento arrojó un cuadro muy favorable, aunque tiene sus claroscuros. La economía crece porque los hogares gastan más –el consumo privado creció un 1,2% intertrimestral– y porque las empresas invierten más –la inversión creció un 1,7% intertrimestral–. Puntualmente, hemos visto también un repunte del consumo público, que creció un 1,1% intertrimestral, pero se produce tras tres trimestres de práctico estancamiento, por lo que, en términos interanuales, el consumo público crece un modesto 1,3% en el 3T.

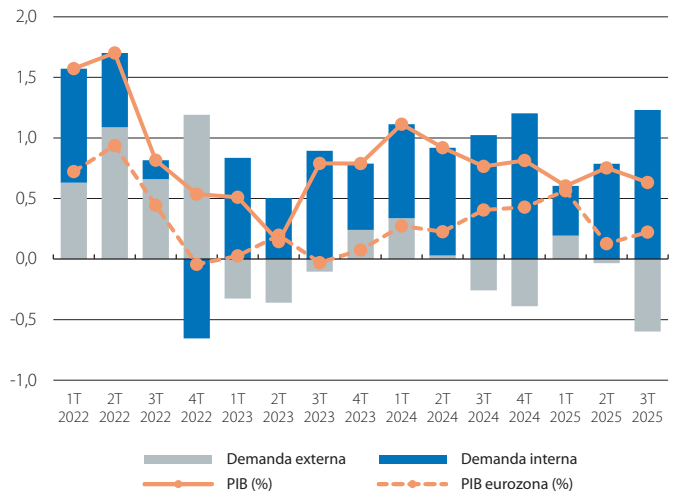
En su conjunto, la demanda interna aportó 1,2 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB. Una cifra muy elevada, que, con excepción del 4T 2024, no veíamos desde finales de 2021, en plena recuperación pospandemia. La nota negativa la presenta la demanda externa, que restó 0,6 p. p. al crecimiento del PIB. Este comportamiento se debe a una caída de las exportaciones, del 0,6% intertrimestral, junto a un notable avance de las importaciones, del 1,1% intertrimestral. De este modo, si el sector exterior fue uno de los principales pilares de crecimiento en 2023 y aún logró contribuir ligeramente al crecimiento del PIB en 2024, en 2025 está restando.

**Van por separado: el saldo comercial de bienes se deteriora, mientras que el de servicios mejora.** El mal comportamiento de las exportaciones en el 3T se debió al capítulo de las exportaciones de bienes. Los datos de aduanas hasta agosto confirman que el saldo comercial de bienes mantuvo su tendencia al deterioro, y ello es debido, en su totalidad, a los bienes no energéticos. Así, en el acumulado hasta agosto, el saldo comercial de bienes no energéticos arrojó un déficit del 0,8% del PIB, frente a un déficit de apenas un 0,1% del PIB en el mismo periodo del año pasado. Gran parte de estas 7 décimas de PIB que hemos perdido se deben a un menor crecimiento de las exportaciones, que seguramente están acusando el giro proteccionista de EE. UU. En contraposición, los servicios siguen arrojando muy buenos datos, aunque no logran compensar del todo el deterioro por el lado de los bienes. Así, los servicios turísticos avanzan en línea con el comportamiento del año anterior, y los servicios no turísticos lo superan: el superávit acumulado hasta agosto se emplazó en un 1,9% del PIB, 0,3 p. p. más que en el mismo periodo de 2024. De todas formas, el superávit por cuenta corriente no peligra: en el acumulado hasta agosto, la cuenta corriente arroja un superávit del 2,2%, apenas 0,3 p. p. inferior al del mismo periodo del año anterior.

**Los primeros indicadores disponibles apuntan a que la demanda interna mantiene un tono robusto.** La fortaleza de la demanda interna se apoya, en gran medida, en la solidez del mercado laboral. Según la EPA, el empleo creció un 0,4% intertrimestral en el 3T, un ritmo dinámico. Por su parte, los datos de afiliación de octubre, el primer mes disponible del 4T, siguen sorprendiendo al alza, con un aumento de cerca de 142.000 trabajadores, el mayor avance en un mes de octubre, con excepción de 2021. Con este dato, la afilia-

### España: PIB

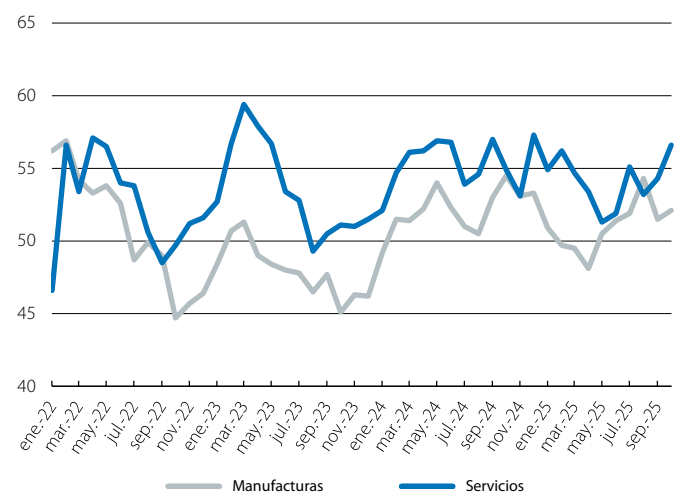
Variación intertrimestral (%) y contribuciones (p. p.)



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

### España: PMI

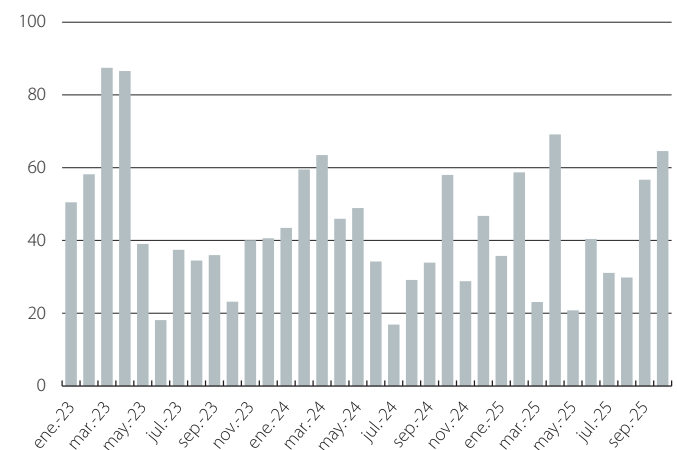
Nivel



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

### España: afiliados a la Seguridad Social\*

Variación intermensual (miles de personas)



Nota: \* Serie corregida de estacionalidad.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

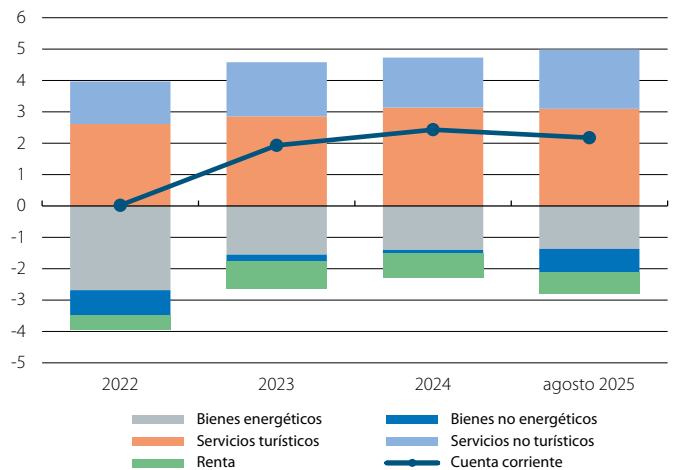
ción en octubre ya se emplaza un 0,52% por encima de la afiliación promedio del 3T, por lo que todo apunta a que en el 4T veremos una aceleración de la tasa intertrimestral de crecimiento de la afiliación (el crecimiento intertrimestral en el 3T fue del 0,48%).

Por su parte, los índices PMI también sugieren una buena evolución de la actividad. En octubre, el PMI para el sector manufacturero avanzó 0,6 puntos hasta emplazarse en los 52,1 puntos, un registro ampliamente por encima del umbral que marca crecimiento en el sector (50 puntos). Asimismo, el PMI para el sector servicios ganó 2,3 puntos y alcanzó los 56,6 puntos, el registro más alto de los últimos 10 meses, y que apunta a un notable ritmo de crecimiento en el sector. Finalmente, con datos hasta el 21 de octubre, el [indicador de Consumo de CaixaBank Research](#), basado en el gasto de tarjetas y reintegros debidamente anonimizados, muestra una aceleración en el ritmo de crecimiento interanual de 0,4 p. p. con respecto al mes anterior, hasta alcanzar el 4,8% (3,2% en el promedio del 3T). En su conjunto, las buenas cifras de empleo, y de los indicadores de sentimiento y de consumo, apuntan a que la demanda interna mantiene su vigor en el último trimestre del año.

**La electricidad mantiene la inflación en torno al 3%.** En octubre, la inflación en España se situó en el 3,1%, 0,1 p. p. por encima del mes pasado y amplió el diferencial con respecto a la eurozona, cuya inflación ha bajado 0,1 p. p., hasta el 2,1%. Este diferencial, que a primera vista podría resultar preocupante, hay que matizarlo, dado que se explica en gran medida por el componente energético. La inflación núcleo, aquella que excluye la energía y los alimentos del cómputo, se situó en el 2,7% en España en septiembre frente al 2,4% en la eurozona, una diferencia mucho menor. A pesar de esto, persiste un cierto diferencial, incluso en la núcleo, que se deriva del componente de servicios. Si entramos en el detalle de este componente, su evolución está cada vez más marcada por la dinámica de los servicios de revalorización periódica. En su última actualización, estos servicios experimentaron un notable incremento, lo que mantiene su tasa de variación interanual estable en niveles relativamente elevados. Es el caso, por ejemplo, de los seguros de salud y de vehículos de motor, cuya inflación promedio en lo que llevamos de año hasta septiembre, último mes para el que disponemos de datos del desglose, se sitúa en el 10,3% y el 9,5%, respectivamente. Por el lado del componente energético, en los próximos meses, en la medida que los mercados de futuros apuntan a que el precio del petróleo y del gas natural se debería mantener contenido y que, en enero de 2026, el impacto de la subida del IVA de la factura de la electricidad que se produjo en enero de 2025 caerá fuera del cómputo de la inflación, la contribución de este componente a la inflación se debería reducir.

**La compraventa de viviendas en España quiebra la tendencia alcista.** Las compraventas registraron un descenso interanual del 3,4% en agosto, la primera caída desde 2024. Aunque es prematuro extraer conclusiones definitivas a partir de un único dato en un mes que tradicionalmente presenta baja actividad residencial, es una primera señal de moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda. En cualquier caso, la actividad del sector continúa siendo elevada: en lo que va de año, se han cerrado cerca de 470.000 operaciones, lo que supone un incremento del 16% respecto al mismo periodo de 2024.

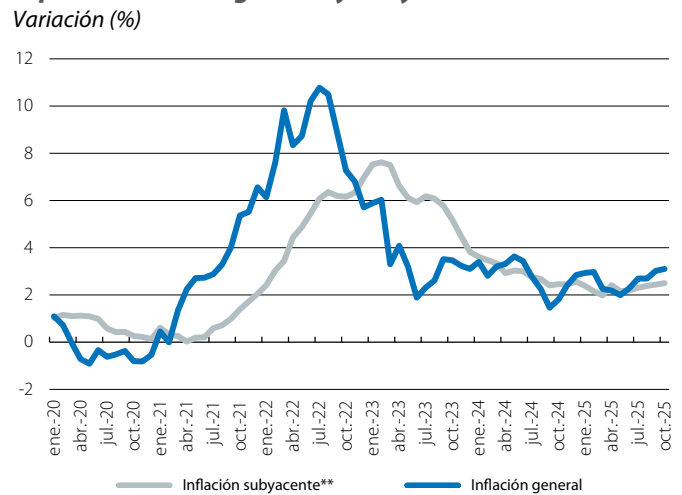
**España: saldo por cuenta corriente (% del PIB)**



Nota: Datos acumulados del año.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

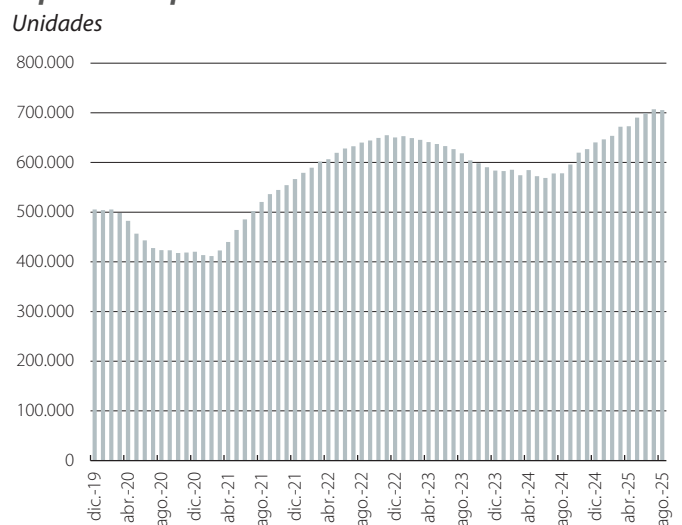
**España: inflación general y subyacente\***



Notas: \* Los datos de octubre son preliminares. \*\* La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.

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

**España: compraventas de vivienda**



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

## La posición de España frente a las vulnerabilidades globales de las finanzas públicas

Las finanzas públicas vuelven a estar en el punto de mira.<sup>1</sup> Hay dos factores principales detrás de ello. El primero son las presiones de dominancia fiscal en EE. UU. La dominancia fiscal consiste en que la situación fiscal de un país, cuando se tensiona, puede presionar al banco central para desviarse de su objetivo de estabilidad de precios y bajar más los tipos de interés. Al influenciar los tipos de interés, y, por lo tanto, el coste de la deuda y los déficits públicos, toda acción de política monetaria tiene consecuencias fiscales.<sup>2</sup> En EE. UU., actualmente dos tercios de la deuda pública en circulación tienen un vencimiento inferior a cinco años. El año pasado, aproximadamente un tercio de la deuda emitida tenía un vencimiento inferior a un año. Esta inclinación hacia emisiones de corto plazo también se ha observado en Canadá, Alemania, Francia y otros países de la OCDE. Más del 40% de los más de 50 billones de dólares en deuda soberana pendiente de la OCDE deberá ser refinanciado en los próximos tres años.

El segundo factor es la incertidumbre política en Francia por el bloqueo político que ha desembocado en la dimisión de tres primeros ministros en menos de un año (Michel Barnier, François Bayrou y Sébastien Lecornu, aunque este último ha formado un nuevo Gobierno y ha continuado siendo primer ministro). En un contexto de abultados déficits y deuda pública en aumento, esta inestabilidad ha provocado un repunte de la prima de riesgo por encima de los 80 p. b. y ha alcanzado a la prima italiana muy por encima de los niveles de la prima de España, que se ha reducido hasta los 54 p. b. (cerca de 70 p. b. en enero). La situación fiscal en Francia ha llevado a una rebaja de calificación de Francia por parte de Fitch, que redujo su nota de AA- a A+ en septiembre de 2025, seguida de una rebaja similar por parte de S&P en octubre, y de un cambio a perspectiva negativa por parte de Moody's a finales de octubre. En contraposición, en septiembre S&P, Moody's y Fitch han mejorado la calidad crediticia de España: S&P elevó el *rating* de A a A+, Moody's lo subió de Baa1 a A3 y Fitch lo mejoró de A- a A.

En este artículo analizamos dimensiones clave de las finanzas públicas españolas como la duración de su deuda pública o la sensibilidad de la prima de riesgo a otras economías para evaluar hasta qué punto nos pueden impactar el complejo entorno global y los riesgos fiscales en el resto de Europa.

### Finanzas públicas de España y Francia: reveladores contrastes

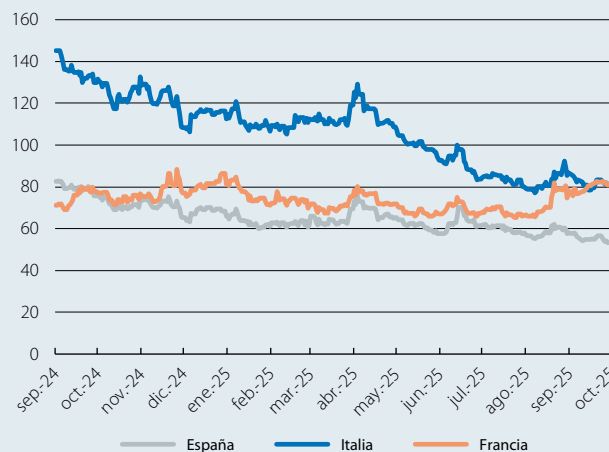
Las finanzas públicas de España y Francia muestran contrastes marcados. El gasto público del país galo tiene un

1. Véase el Focus «Las finanzas públicas (también) en el punto de mira», en el IM07/2025.

2. Véase Haldane, A. (2025). «Fiscal populism' is coming for central Banks», Financial Times, 21 de julio.

### Eurozona: primas de riesgo

(p. b.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de LSEG Workspace.

peso del 57% del PIB, unos 12 puntos más que en la economía española. La deuda pública francesa cerrará el año en torno al 116% del PIB y ha crecido de forma significativa los últimos años (109,8% en 2023). En cambio, si bien la deuda pública española se sitúa ligeramente por encima del 100% del PIB, un nivel superior al de la mayoría de las economías desarrolladas (el 75% presenta un nivel inferior), se ha ido reduciendo desde el 115,6% de 2021 y se encuentra por debajo de la de grandes economías como Italia, EE. UU. y Japón. La ratio de deuda ha disminuido gracias al dinamismo económico –el PIB nominal ha crecido un 28,8% entre 2021 y 2024– y a la reducción del déficit primario desde el 4,5% del PIB de 2021 hasta un saldo prácticamente equilibrado previsto en 2025. La reducción del déficit se explica por la pujanza de los ingresos públicos (+27,2% entre 2021 y 2024) al calor de la fortaleza del mercado laboral frente a un crecimiento de los gastos más contenido (+16,0% entre 2021 y 2024, excluidos intereses y gastos extraordinarios asociados a la DANA) al compás de la progresiva retirada de las medidas para mitigar el encarecimiento energético. De cara a 2025, la ejecución presupuestaria apunta a un déficit público que se situará en España por debajo del objetivo del 2,8% del PIB (el déficit en 2024 fue del 3,2%), mientras que en Francia se prevé que alcance prácticamente el 5,5% del PIB.

Más allá de la reducción del déficit y la deuda en términos de PIB en el corto plazo y de las presiones al alza sobre las cuentas públicas en el largo plazo, temas que hemos analizado en detalle en estas mismas páginas,<sup>3</sup> en este artículo

3. Véase, para el corto plazo, el Focus «Menos déficit público en 2025 en España, pero los retos estructurales persisten» en el IM06/2025 y, para el largo plazo, el Focus «El impacto del envejecimiento en las cuentas públicas: un verdadero reto para España y Europa» en el IM09/2025 y «Los límites de la deuda» en el IM01/2025.

analizamos otras dimensiones clave de las finanzas públicas españolas. Empezando por la vida media de la deuda pública en circulación, España aprovechó, como el resto de las economías europeas, los años de los programas de expansión cuantitativa para aumentar la vida media de su deuda hasta situarse en el entorno de los ocho años. El porcentaje de deuda pública española a 1 año o menos emitida hasta agosto de 2025 ha sido del 33,9%, cerca del 31,3% de hace un año. Y si calculamos la vida media de las nuevas emisiones en 2025, vemos una pequeña reducción: 6,6 años frente a 7,2 años en los ocho primeros meses de 2024. A pesar de esta pequeña reducción en la vida media de las nuevas emisiones, la vida media de la deuda pública en circulación en España se mantiene bastante estable, mientras que en Francia sí que se observa que ha flexionado ligeramente a la baja (véase el segundo gráfico).

**Prima de riesgo y fundamentos macro**

El tipo de interés a 10 años de la deuda pública española, y por ende su diferencia con el tipo alemán –la llamada prima de riesgo–, depende de los fundamentos macroeconómicos del país y del entorno global.<sup>4</sup> Por ejemplo, la capacidad de pago de España depende de su nivel de endeudamiento y del crecimiento de la economía. Asimismo, la situación de la economía europea en su conjunto y su inflación determina la política monetaria que fija el BCE, con la que influencia toda la constelación de tipos de interés. Además, también son importantes factores globales como los tipos de interés de EE. UU. Con todos estos ingredientes, y a partir de las relaciones históricas entre ellos, podemos estimar la prima de riesgo coherente con los fundamentos macroeconómicos: la llamada «prima macro».<sup>5</sup>

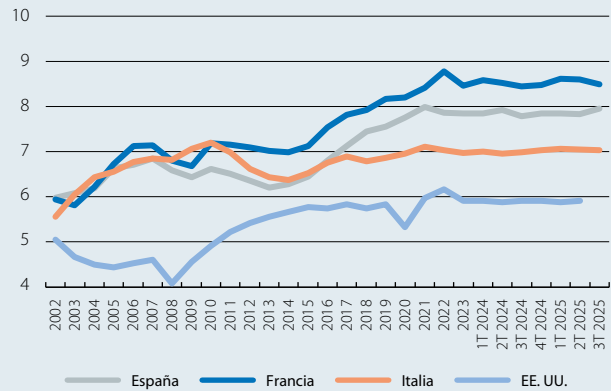
Los fundamentos macro suelen ser buenos indicadores de las primas de riesgo en el mercado, aunque en los últimos años hay momentos de divergencia: en 2018, con la profundización de una política monetaria no convencional del BCE que había arrancado en 2015 y que enlaza en 2020 con la eclosión de la COVID-19, observamos unas primas de riesgo persistentemente inferiores a la prima macro. Más allá de estas fases de desacople, cabe destacar que actualmente la prima macro de España está muy alineada con la prima de riesgo observada. O, lo que es lo mismo, la prima de riesgo del mercado es coherente con los fundamentos macroeconómicos.

**Sensibilidad entre primas: se reduce en el caso español**

Este alineamiento de la prima de riesgo española con los fundamentos macroeconómicos sugiere que el mercado ha recogido una menor sensibilidad de la prima de riesgo española a otras primas. Para testar esta hipótesis, miramos la sensibilidad histórica de la prima de riesgo española a cambios en la prima italiana y la francesa en distintos momentos del tiempo. Se observa en el cuarto gráfico que

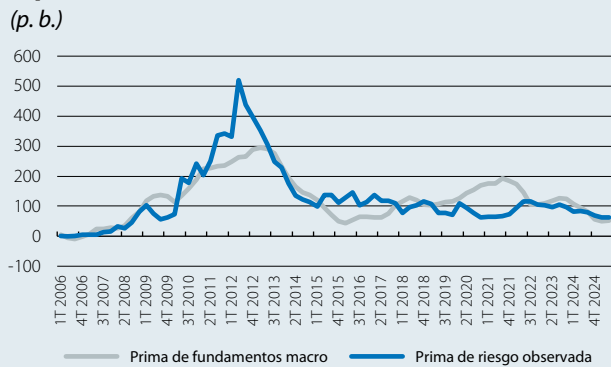
4. Véase el Focus «La fragilidad macroeconómica de los tipos de interés» en el IM10/2020.  
5. Obtenemos un poder explicativo de cerca del 70%.

**Vida media de la deuda pública en circulación (Años)**



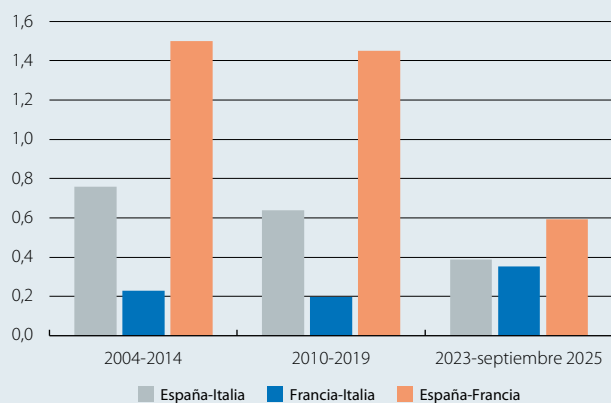
**Nota:** Último dato disponible: agosto para España y Francia, julio para Italia y junio para EE. UU.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Tesoro español, la Agence France Trésor y el Banco de Italia.

**Prima de riesgo soberana para la deuda española a 10 años\***



**Nota:** \* Prima de riesgo predicha por los fundamentos macroeconómicos (política monetaria del BCE, deuda pública, datos de crecimiento e inflación y tipos soberanos de EE. UU.) y estimada según las relaciones históricas hasta mediados de 2025.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de LSEG Workspace, de Eurostat y del Consensus Economics.

**Sensibilidad a cambios en la prima de riesgo (p. b.)**



**Notas:** Coeficientes beta de regresiones lineales con datos mensuales. En todos los casos los coeficientes son estadísticamente significativos al 5%.  
**Fuente:** CaixaBank Research.

esta sensibilidad ha disminuido de forma importante a lo largo de los últimos 20 años, y en especial en 2023-2025, justo el periodo en el que la prima de riesgo española se ha realineado completamente con los fundamentos macro. En cambio, se ha producido un aumento de la sensibilidad de la prima de riesgo francesa a variaciones en la italiana.

En definitiva, no observamos un patrón acusado de reducción de la vida media de la deuda pública española en circulación y, en cualquier caso, el patrón es más acusado en otros países como Francia. No obstante, en este entorno desafiante y con niveles de deuda y déficit todavía elevados, aún es importante que España lleve a cabo una consolidación fiscal al compás de las reglas fiscales europeas. Finalmente, conviene recordar que los análisis de este artículo se basan en datos históricos, de forma que no sabemos a ciencia cierta cómo reaccionaría España a un repunte más abrupto de la prima de riesgo de la economía francesa si sus finanzas públicas se deterioran más. Aunque, llegado el caso, el BCE cuenta con suficientes herramientas como el TPI<sup>6</sup> para aliviar la presión sobre las primas de riesgo y mitigar el *shock*.

*Javier Garcia-Arenas*

6. El *Transmission Protection Instrument* puede ser utilizado por el BCE para comprar deuda pública de un país cuya prima de riesgo se aleje de lo que sería justificable por sus fundamentos macro. Esto ofrece cierta protección a los riesgos de un contagio injustificado.

## ¿De qué hablamos cuando hablamos de incertidumbre?

En los últimos años, varios acontecimientos han alimentado la percepción de una mayor incertidumbre económica: el referéndum del *brexit*, la pandemia de la COVID-19, la crisis energética y, más recientemente, la escalada arancelaria de la Administración Trump. En general, por incertidumbre nos referimos a la falta de conocimiento sobre un tema, o al desacuerdo sobre cómo interpretar aquello que se conoce. En términos prácticos, implica una mayor dificultad para predecir la evolución de variables, como el PIB o la inflación. Aunque este término suele tener connotaciones negativas, este no tiene que ser el caso: el descubrimiento de un gran yacimiento de un recurso natural o el auge de una tecnología como la IA pueden generar una incertidumbre positiva, en el sentido de que anticipamos un mayor crecimiento, pero no sabemos con certeza cuánto.

Ahora bien, la incertidumbre económica es un fenómeno especialmente difícil de medir. Durante décadas, la manera más habitual de cuantificarla ha sido mediante la dispersión de las previsiones económicas de distintos agentes (consumidores, empresarios o analistas). La idea es sencilla: cuanto más difieren entre sí las previsiones, mayor podría ser la incertidumbre. Ello ayuda a medir el nivel de incertidumbre cuando esta es resultado de la distinta valoración de un fenómeno conocido como, por ejemplo, el impacto del descubrimiento de un pozo de petróleo.

En los últimos años, se han desarrollado nuevos indicadores basados en el análisis de textos que ofrecen otra forma de estimar la incertidumbre. El más conocido es el índice de incertidumbre de la política económica (EPU, por sus siglas en inglés), desarrollado originalmente por Nick Bloom y sus coautores y ampliado para España por el Banco de España. Este índice cuantifica las veces que aparece la palabra «incertidumbre» (junto a términos económicos y políticos) en las noticias de la prensa económica española.<sup>1</sup> Por otro lado, el índice de riesgo político (PRI), creado por Tarek Hassan y colaboradores, emplea una metodología similar pero aplicada a las transcripciones de las presentaciones de resultados de las mayores empresas españolas.<sup>2</sup> Esta distinción es relevante, ya que periodistas y empresarios pueden tener preocupaciones distintas y, por tanto, reflejar distintas fuentes de incertidumbre.

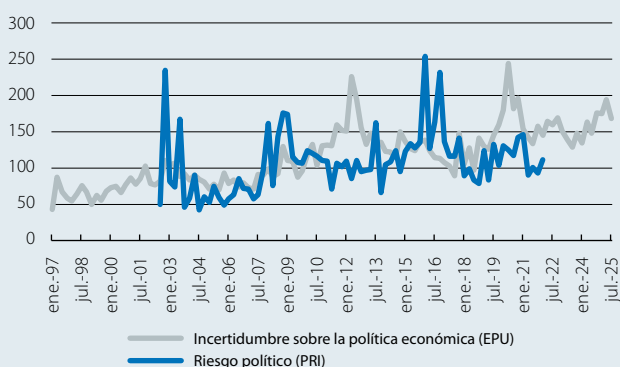
Los resultados que ofrecen ambos índices difieren notablemente (véase el primer gráfico). El índice EPU muestra picos pronunciados en episodios como la crisis de la deuda soberana en España (hacia 2012), durante la irrupción de la

1. En concreto, el EPU se construye contabilizando las noticias de la prensa que contienen simultáneamente las palabras «incertidumbre», «economía» y «política», y normalizando este recuento por el total de artículos publicados.

2. El PRI se calcula a partir del promedio del nivel de incertidumbre mencionado en las presentaciones de resultados empresariales. Para captar la incertidumbre de origen político, solo se cuentan las veces que aparece «incertidumbre» a una distancia máxima de 10 palabras de algún término de índole política. Este indicador solo tiene datos disponibles hasta el 1T 2022.

### España: indicadores de incertidumbre

#### Índice

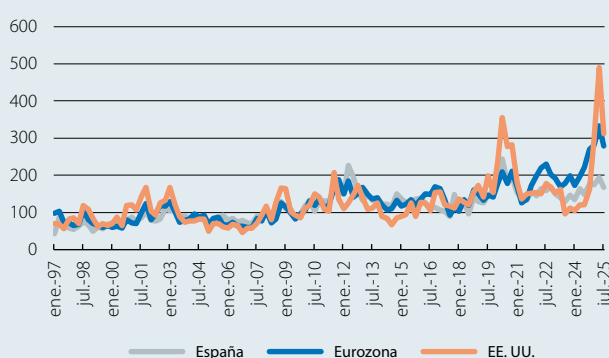


**Notas:** Índices normalizados con base 100, correspondiente al promedio 1997-2015. Para el índice EPU, se muestra el promedio trimestral. Para el PRI, se muestra el promedio de las empresas españolas.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Ghirelli, Pérez y Urtasun (EPU) y de Hassan, Hollander, Van Lent y Tahoun (PRI). Índices descargados desde <http://policyuncertainty.com/>

### Comparativa entre indicadores de incertidumbre

#### Índices EPU



**Notas:** Índices normalizados con base 100, correspondiente al promedio 1997-2015. Se muestra el promedio trimestral.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Ghirelli, Pérez y Urtasun (España), y de Baker, Bloom and Davis (Eurozona y EE. UU.). Índices descargados desde <http://policyuncertainty.com/>

COVID-19, y, en menor medida, durante el reciente repunte de tensiones comerciales entre EE. UU. y la UE. También muestra una tendencia claramente al alza desde finales de los años noventa. Esta tendencia al alza no está claro si representa un aumento estructural de la incertidumbre en la economía global o, simplemente, que el término ha pasado a usarse con más asiduidad, por ejemplo, porque ahora somos más conscientes de la incertidumbre que nos rodea, aunque en el fondo esta quizás no ha aumentado de forma estructural. En cambio, la evolución del índice PRI no presenta una tendencia definida y sus episodios de máxima incertidumbre no coinciden con los del EPU: el PRI alcanzó sus valores más altos durante la crisis financiera global de 2008 y tras la llegada de Trump al poder en 2016. Como consecuencia, la correlación entre ambos indicadores es relativamente baja. A efectos prácticos, estas diferencias suponen que cualquier estimación sobre el impacto de la

incertidumbre puede ser muy sensible a la elección del indicador escogido, ya que distintos índices reflejan distintos tipos de incertidumbre.

¿Cómo se compara el nivel de incertidumbre en España con el de otros países? El índice EPU ofrece un mensaje claro: en los últimos meses, la incertidumbre ha repuntado de forma generalizada en todo el mundo, pero en España el aumento ha sido más moderado que en la eurozona o en EE. UU. Una posible explicación es que la economía española tiene una exposición comercial a EE. UU. relativamente baja.

**Transmisión e impacto**

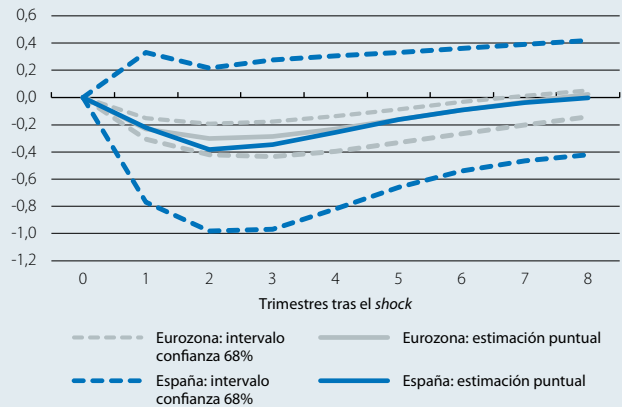
La incertidumbre condiciona la economía por distintos canales. Por un lado, pone en valor la opción de «esperar y ver» y hace que consumidores y empresas pospongan sus decisiones de consumo, inversión y contratación. Además, al situarse en la inacción, en tiempos inciertos, familias y empresas pueden volverse menos sensibles a condiciones de mercado, como los precios o los tipos de interés, lo que explica que algunos estudios apunten a una pérdida de efectividad de la política monetaria cuando la incertidumbre aumenta.<sup>3</sup> Además, los episodios de incertidumbre tienden a coincidir con turbulencias en los mercados financieros debido a la aversión al riesgo de los inversores. Por otro lado, también genera cambios de composición en la actividad económica, dado que favorece una reasignación de los recursos desde actividades que conllevan costes irreversibles hacia opciones más reversibles: por ejemplo, la incertidumbre aumenta el atractivo relativo del consumo de bienes no duraderos o servicios frente a bienes duraderos, o de la contratación temporal frente a la indefinida.

A través de estos mecanismos, la incertidumbre lastra la actividad económica, el empleo y la producción. En general, el impacto es más fuerte sobre la inversión, con un efecto más moderado en el consumo y el empleo.<sup>4</sup> También hay evidencia de que la incertidumbre reduce el crecimiento del crédito e incrementa las primas de riesgo.<sup>5</sup> Con todo, la transmisión tiende a ser rápida y, cuando la incertidumbre se disipa, la economía puede rebotar con velocidad gracias al despliegue de la demanda embalsada de consumo, inversión y contratación.

Estos impactos se pueden ilustrar a partir de las relaciones históricas entre una métrica de incertidumbre y los principales agregados macroeconómicos (véanse el tercer y cuarto gráficos).<sup>6</sup> Este ejercicio refleja un efecto rápido de la

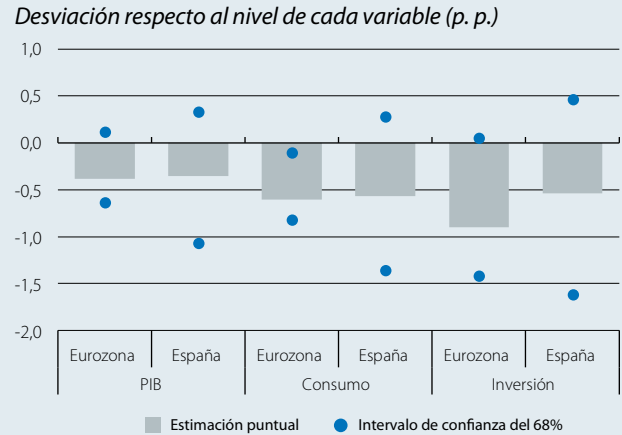
3. Véase Falconio y Schumacher (2025), *Economic uncertainty weakens monetary policy transmission*, Blog del BCE.  
 4. Véase Ahir, Bloom y Furciari (2025), «Uncertainty about Uncertainty», Finance & Development Magazine, FMI. También Andersson et al. (2024), «What are the economic signals from uncertainty measures?», Boletín Económico 8/2024 del BCE.  
 5. Véase Allayioti et al. (2025), *More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe*, Blog del BCE.  
 6. Con datos trimestrales entre 1997 y 2025, estimamos un vector autorregresivo sobre el PIB, el consumo de los hogares y la formación bruta de capital fijo, el deflactor del PIB y un indicador de incertidumbre. Realizamos la estimación, por separado, para el conjunto de la eurozona y España.

**PIB: impacto de un aumento de la incertidumbre**  
*Desviación respecto al nivel de PIB (p. p.)*



**Notas:** Impacto de un aumento de la incertidumbre en una desviación estándar. La desviación estándar para la eurozona y España se calcula de manera separada.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del INE y de [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).

**Impacto anual del repunte de incertidumbre entre el 3T 2024 y el 2T 2025**  
*Desviación respecto al nivel de cada variable (p. p.)*



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del INE y [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).

incertidumbre (el impacto sobre la actividad llega a su pico en dos/tres trimestres). Si extrapolamos las sensibilidades históricas al repunte de incertidumbre vivido entre el 3T 2024 y el 2T 2025, el episodio habría ejercido un lastre de unos 0,4 p. p. al PIB anual de la eurozona y de España,<sup>7</sup> con un mayor impacto en la inversión que en el consumo, y que quedaría distribuido entre 2025 y 2026. Más allá de las magnitudes, el ejercicio también ilustra que las estimaciones sobre el efecto de la incertidumbre son en sí mismas imprecisas, en el sentido de que el intervalo de confianza es amplio. Además, los resultados son sensibles a cambios metodológicos.

*Zoel Martín Vilató*

7. La similitud en impacto sobre el PIB entre eurozona y España, a pesar de un repunte de incertidumbre claramente más intenso en la eurozona, podría sugerir una mayor sensibilidad de España a la incertidumbre. Sin embargo, la amplitud de los intervalos de confianza muestra que la estimación del impacto en España es más imprecisa.

## ¿Cómo afectará a la economía española el comportamiento de sus principales mercados de exportación?

En este artículo indagamos acerca de cómo los vaivenes en las economías de nuestros principales socios comerciales pueden afectar a la economía española a través del canal comercial. Para ello, desarrollamos un indicador sintético que resume la demanda externa de bienes y servicios españoles, valoramos su capacidad predictiva, y analizamos la evolución prevista a corto y medio plazo.

### ¿Cuáles son los principales mercados de exportación?

En el promedio histórico, el 66% de las exportaciones españolas, tanto de bienes como de servicios, han ido dirigidas a 15 países o regiones: la eurozona, el Reino Unido, EE. UU., Turquía, México, Marruecos, Brasil, Suecia, Japón, Suiza, Polonia, China, República Checa, Noruega y Dinamarca.<sup>1</sup> Así, esta selección captura una parte muy significativa de nuestras ventas al exterior, aunque el porcentaje ha caído ligeramente en los últimos tres años fruto del esfuerzo por diversificar mercados realizado por el sector exportador (véase el primer gráfico).

Pese a su menguante peso relativo a lo largo del tiempo, la eurozona sigue siendo con diferencia el principal destino de las exportaciones: en promedio, entre 1995 y 2019, los países del euro absorbieron el 46,4% de las ventas al exterior, y en el bienio 2023-2024 esa proporción cayó al 39,7%.

### Un termómetro de la demanda externa para España

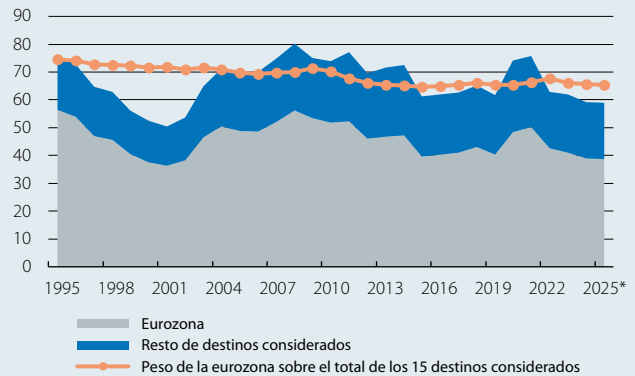
Con estos 15 mercados clave, construimos un indicador de «mercados de exportación» español. Para ello, combinamos el crecimiento de las importaciones (en volumen) de cada uno de esos destinos, ponderadas según el peso de cada país de destino en el total de exportaciones españolas de cada año. A pesar de que es un indicador muy sencillo, su evolución es muy parecida a la de las exportaciones españolas de bienes y servicios (véase el segundo gráfico).

Existe una relación muy estrecha entre ambas series: cuando la demanda de nuestros mercados de exportación se acelera, las ventas españolas al exterior suelen repuntar, y viceversa. Esta relación es muy clara entre 1997 y 2019, y destaca particularmente la fuerte relación entre ambas variables durante los años de crisis comprendidos entre 2007 y 2010. Desde 2020, con la irrupción de la pandemia, la

1. Para ello, hacemos uso de los datos de exportaciones de bienes de Datacomex, con datos que abarcan desde 1995, y de exportaciones de servicios del Banco de España, con datos que abarcan desde 2013. Con estos datos, creamos dos listas: una con los 10 principales destinos de exportaciones de bienes en cada periodo, y otra con los 10 principales destinos de exportaciones de servicios. Después, seleccionamos todos los países que aparecen en alguna de las dos listas. Muchos coinciden en ambas, pero algunos solo figuran en una. En esos casos, excluimos los países que solo estaban en una lista y que, además, no han estado entre los 10 primeros en los últimos tres años en ninguna de las dos listas. Además, se ha excluido a Rusia por problemas de acceso a los datos.

### España: exportaciones de los destinos considerados

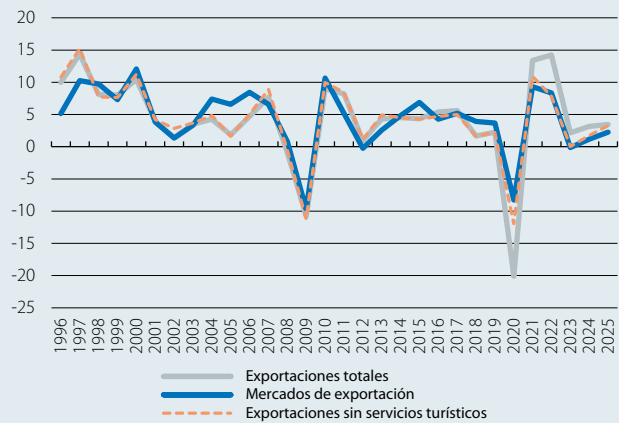
(% sobre el total de exportaciones españolas)



Nota: \* Los datos alcanzan hasta el 2T 2025.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datacomex y del Banco de España.

### España: exportaciones y mercados de exportación

Variación anual (%)



Nota: R<sup>2</sup> del 77%.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, de Datacomex y del Banco de España.

relación se ha mantenido –el indicador sigue de cerca la evolución de las exportaciones, aunque el vínculo es menos estrecho–. En particular, en los últimos cuatro años, el indicador ha tendido a infraestimar la evolución de las exportaciones españolas. Esto probablemente tiene origen en la fuerte caída, en 2020, y posterior recuperación de las exportaciones de servicios turísticos. Cuando comparamos la evolución de nuestro indicador con la de las exportaciones totales, excluidas las turísticas (véase la línea discontinua del segundo gráfico), vemos en efecto que la brecha desaparece. Si bien nuestro indicador sintético está construido a partir de las importaciones totales de nuestros principales mercados de exportación, incluidas las importaciones turísticas, es posible que durante estos últimos cuatro años España haya ganado cuota de mercado en el sector turístico y ello podría explicar la brecha entre nuestro indicador y la evolución del total de las exportaciones. Cuando tomamos

la muestra entera, la elasticidad del crecimiento de las exportaciones españolas al crecimiento de la demanda de los mercados de exportación es del 1,2: si las importaciones de nuestros socios comerciales crecen un 1% más, cabría esperar que el crecimiento de las exportaciones españolas aumente en 1,2 puntos.

Si tenemos en cuenta el peso de las exportaciones sobre el PIB, cerca del 37%, y el contenido importador de las exportaciones, obtenemos que 1 punto más de crecimiento de los mercados de exportación redonda en un aumento de 0,2 p. p. del crecimiento del PIB.<sup>2</sup> Lo que ocurra en nuestros principales mercados foráneos tiene un impacto directo y considerable sobre las exportaciones y, por ende, sobre el crecimiento de la economía española.

**Perspectivas para 2025-2027**

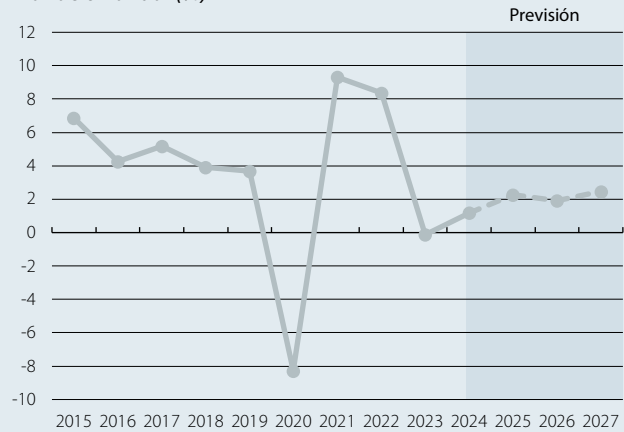
Para realizar el ejercicio de previsiones, nos apoyamos en las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) publicadas en el World Economic Outlook de octubre de 2025 y que brinda proyecciones de crecimiento de las importaciones para cada uno de los 15 destinos que conforman el indicador sintético de demanda externa (véase el tercer gráfico).

Los números resultantes sugieren una evolución de los mercados de exportación modesta, aunque mejor que en el bienio 2023-2024: el mercado de exportaciones español crecería un 2,3% en 2025, y se mantendría alrededor del 2% en 2026 y 2027, lo cual compara con un crecimiento en 2023-2024 del 0,6% anual, aunque estaría sustancialmente por debajo del ritmo de crecimiento promedio del periodo 2015-2019, del 4,8%.

Esta senda indica que, tras un 2023 y un 2024 complicados, afectados en gran medida por el impacto en la eurozona por la crisis energética y el ciclo de subidas de tipos de interés, nuestros exportadores se están beneficiando de una

**España: mercados de exportación**

Variación anual (%)



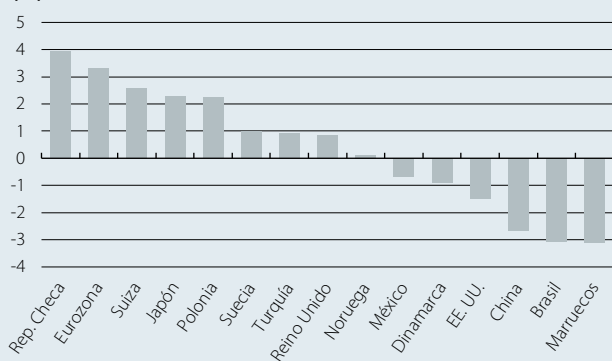
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

ligera mejora en la demanda mundial. Tal y como se puede ver en el panel izquierdo del cuarto gráfico, según las previsiones del FMI la mejora iría ligada a la recuperación de las importaciones en los países del continente europeo. No es así para el caso de EE. UU. y China, que se prevé que tengan un peor comportamiento que en el bienio de 2023-2024, probablemente afectados por el viraje proteccionista de EE. UU. y el fuerte repunte de los aranceles entre ambas potencias. De todas formas, la mejoría del comportamiento de los mercados de exportación será limitada ya que no volveríamos a las tasas de crecimiento del periodo prepandemia. Este comportamiento es bastante generalizado entre los distintos mercados de exportación (véase el panel de la derecha del cuarto gráfico), exceptuando el caso de Turquía, Brasil y Suiza, y puede reflejar el estancamiento, o incluso ligero retroceso, del proceso de globalización, así como el entorno de crecimiento endeble de la UE.

Oriol Carreras Baquer

**Diferencial de crecimiento de las importaciones entre el promedio previsto en 2025-2027 vs. 2023-2024**

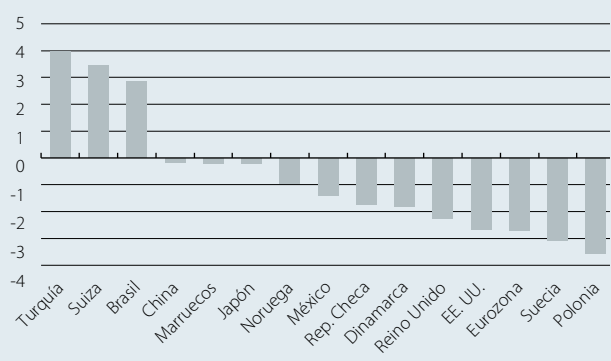
(p. p.)



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

**Diferencial de crecimiento de las importaciones entre el promedio previsto en 2025-2027 vs. 2014-2019**

(p. p.)



2. Suponemos un contenido importador del 39%, de acuerdo con la estimación de Cabrero, A. y Tiana, M. (2012). «The import content of the industrial sectors in Spain». Economic Bulletin. Banco de España.

**Indicadores de actividad y empleo**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-1,6	0,4	1,3	-0,7	1,5	...	3,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,5	-4,9	-6,0	-5,4	-5,2	-4,9	-5,7	-4,6	-4,6
PMI de manufacturas (valor)	48,0	52,2	53,6	50,0	50,0	52,6	54,3	51,5	52,1
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,5	16,7	16,7	20,1	14,8	...	10,5	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-10,2	9,7	9,7	17,0	22,9	...	22,0	...	...
Precio de la vivienda	4,0	8,4	11,3	12,2	12,7	...	...	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	10,1	8,1	6,3	4,3	5,1	4,3	...
PMI de servicios (valor)	53,6	55,3	55,1	55,3	52,2	54,2	53,2	54,3	56,6
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista <sup>1</sup>	2,5	1,8	2,9	3,4	5,1	4,5	4,7	4,2	...
Matriculaciones de automóviles	16,7	7,2	14,4	14,0	13,7	16,9	17,2	16,4	15,9
Indicador de sentimiento económico (valor)	100,5	103,0	101,4	103,3	103,2	103,6	101,8	104,8	103,9
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>2</sup>	3,1	2,2	2,2	2,4	2,7	2,6	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	12,2	11,3	10,6	11,4	10,3	10,5	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social <sup>3</sup>	2,7	2,4	2,4	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4
<b>PIB</b>	2,5	3,5	3,7	3,1	3,0	2,8	...	...	...

**Precios**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
General	3,5	2,8	2,4	2,7	2,2	2,8	2,7	3,0	3,1
Subyacente	6,0	2,9	2,5	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5

**Sector exterior**

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	0,2	3,3	2,0	...	0,7	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	0,1	4,2	4,1	...	3,8	...	...
<b>Saldo corriente</b>	40,9	50,7	50,7	47,8	49,1	...	48,6	...	...
Bienes y servicios	57,5	66,3	66,3	63,5	64,3	...	63,4	...	...
Rentas primarias y secundarias	-16,5	-15,7	-15,7	-15,7	-15,2	...	-14,8	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	57,8	68,7	68,7	66,6	68,1	...	67,6	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros<sup>4</sup>**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	0,3	5,1	5,1	4,6	3,9	4,8	5,1	4,8	...
A la vista y preaviso	-7,4	2,0	2,0	3,1	5,0	7,2	7,2	7,2	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	100,5	23,5	23,5	12,6	-1,5	-6,6	-5,1	-6,6	...
Depósitos de AA. PP. <sup>5</sup>	0,5	23,1	23,1	24,4	25,5	7,2	9,0	7,2	...
<b>TOTAL</b>	0,3	6,3	6,3	5,9	5,4	5,0	5,4	5,0	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	-3,4	0,7	0,7	1,7	2,6	2,8	2,7	2,8	...
Empresas no financieras	-4,7	0,4	0,4	1,6	2,5	2,3	2,5	2,3	...
Hogares - viviendas	-3,2	0,3	0,3	1,4	2,3	2,9	2,8	2,9	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	2,3	2,3	3,1	-261,5	3,7	3,3	3,7	...
Administraciones públicas	-3,5	-2,6	-2,6	-0,3	5,3	12,8	14,8	12,8	...
<b>TOTAL</b>	-3,4	0,5	0,5	1,6	2,7	3,4	3,5	3,4	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	3,5	3,3	3,3	3,2	3,0	...	2,9	...	...

**Notas:** 1. Dato deflactado, excluye estaciones de servicio. 2. EPA. 3. Datos medios mensuales. 4. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 5. Depósitos públicos, excluidas las cesiones temporales (repo). 6. Dato fin de periodo.

**Fuentes:** CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, Comisión Europea, Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y Banco de España.

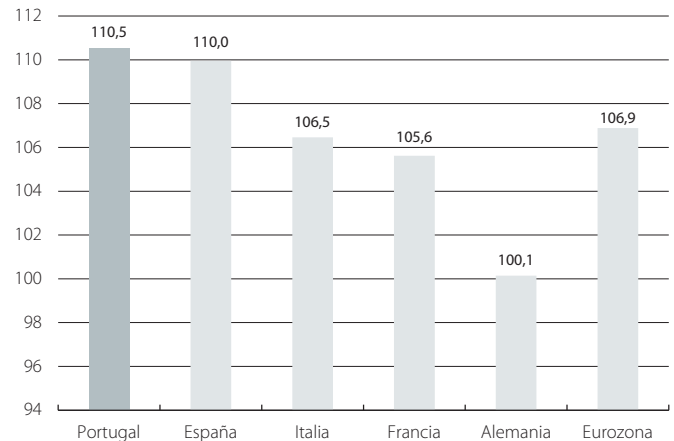
## La economía portuguesa destaca en el contexto europeo

**El PIB del 3T creció un 2,4% interanual y un 0,8% intertrimestral.** La aceleración del crecimiento trimestral refleja una mayor aportación de la demanda interna, impulsada por el buen comportamiento del consumo privado, a raíz de las medidas fiscales aprobadas a lo largo del trimestre, que aumentaron la renta disponible de los hogares. La demanda externa tuvo una contribución negativa al crecimiento, en particular por las importaciones de bienes asociados a la inversión y los servicios. Este buen desempeño mantiene a Portugal en una posición destacada entre las economías de la eurozona desde la recuperación pospandemia. A pesar de ser todavía escasos, los datos del 4T apuntan a una moderación del crecimiento en el tramo final del año. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea ha caído, de 105,0 a 104,4 puntos, un mínimo desde abril, aunque se espera que la solidez del mercado laboral, la aceleración del despliegue de los fondos europeos y una menor incertidumbre comercial sigan apoyando la economía portuguesa. Asimismo, los riesgos para nuestra actual previsión de crecimiento (1,8% en 2025 y 2,0% en 2026) se encuentran equilibrados.

**La inflación se modera en octubre, mientras que el empleo sigue sorprendiendo.** La inflación general bajó 0,1 p. p., hasta el 2,3%, y la subyacente subió al 2,1% (+0,1 p. p.). La caída se explica por los componentes más volátiles de la cesta, como la energía y los alimentos no procesados. Cabe también destacar que las dinámicas mensuales, tanto del IPC general (variación del 0,0%) como del subyacente (+0,1%), fueron más débiles en comparación con el histórico, lo que apunta a una dinámica más contenida de la inflación, en línea con nuestra previsión actual (2,3% en 2025). Por su parte, el mercado laboral sigue mostrando un buen dinamismo. La población empleada aumentó un 3,6% interanual y situó el crecimiento medio del año por encima del 3% (sustancialmente superior al 1,2% registrado en 2024), lo que sitúa la tasa de empleo en el 66% de la población activa, un nuevo máximo histórico.

**Los presupuestos para 2026 apuntan a un casi equilibrio presupuestario, pero con riesgos.** Se prevé que el saldo presupuestario disminuya en 2026, acercándose al equilibrio (0,1%, frente al 0,3% esperado en 2025). La política fiscal será expansiva, destacando el aumento del gasto corriente primario (+4%), impulsado por salarios y prestaciones sociales, y manteniendo la tendencia de rápido crecimiento observada en el periodo pospandemia. El Ejecutivo espera que la ratio de deuda pública siga reduciéndose hasta el 87,8% del PIB en 2026, una caída de 2,4 p. p. frente al año anterior (-3,4 p. p. en 2025), y ha revisado ligeramente al alza el crecimiento del gasto primario en 2025-2028, en comparación con el plan presupuestario presentado a la Comisión Europea, aunque dentro del rango permitido en el marco de las reglas fiscales. En este ámbito, algunas instituciones estiman desvíos fiscales superiores a los previstos por el Gobierno, aunque las cláusulas asociadas al gasto en defensa podrían ofrecer suficiente flexibilidad para garantizar el cumplimiento de las reglas europeas. Eso sí, persiste un entorno de riesgos, tanto a nivel interno, entre medidas de gasto anunciadas todavía no incluidas en el presupuesto para 2026 y una evolución menos favorable de lo esperado de la recaudación, como externo, con riesgos geopolíticos o macrofinancieros, que podrían elevar los costes de financiación.

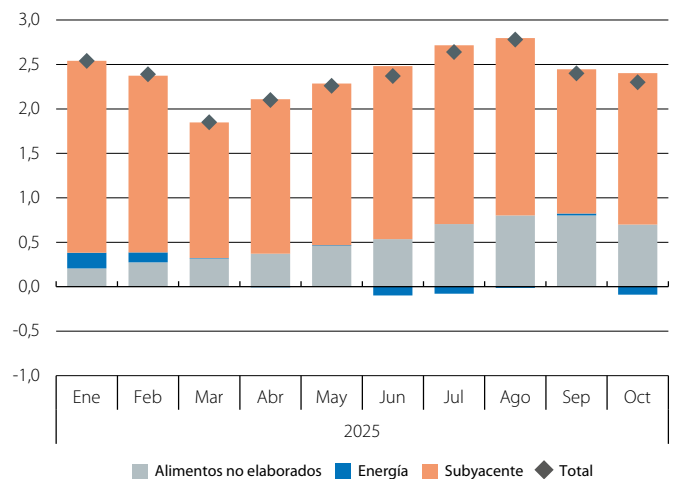
### Portugal: PIB 3T Índice (100 = 4T 2019)



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

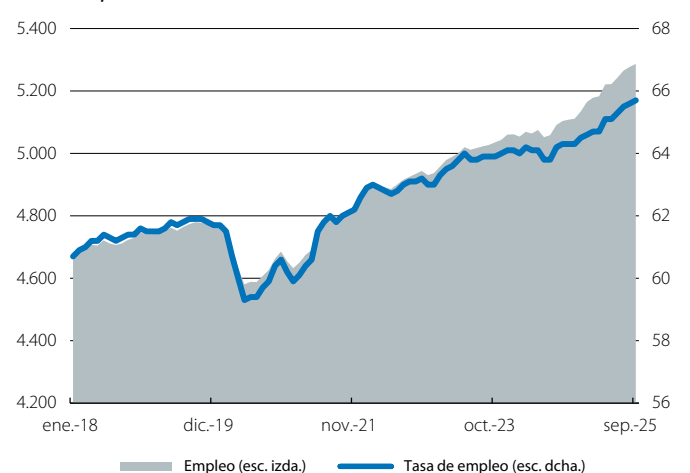
### Portugal: IPC

Variación interanual (%), contribuciones en p. p.)



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

### Portugal: población empleada y tasa de empleo (Miles de personas)



Notas: Datos estacionalizados. Los datos de septiembre son preliminares.

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

**Indicadores de actividad y empleo**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Índice coincidente de actividad	3,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-3,1	0,8	-0,4	-2,3	1,2	2,6	3,0	2,0	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,4	-6,2	-4,2	-5,1	-4,8	-3,4	-3,3	-3,0	-3,7
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	7,5	6,5	23,6	39,4	19,2	-62,9	17,9	...	...
Compraventa de viviendas	-18,7	14,5	32,5	25,0	15,5	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	9,1	8,5	13,2	15,8	17,4	18,2	18,1	17,7	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	6,3	4,6	4,0	2,6	3,2	2,6	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	7,7	5,6	10,9	12,5	6,6	12,9	13,5	12,4	10,7
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	1,1	3,2	5,0	4,5	4,8	5,2	4,4	5,0	...
Indicador coincidente del consumo privado	3,1	2,8	3,4	3,6	3,3	3,0	3,0	2,9	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-15,5	-17,9	-16,1	-16,2	-16,5	-15,9
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	2,3	1,2	1,3	2,4	2,9	3,7	3,7	3,6	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,5	6,4	6,7	6,6	5,9	5,8	5,9	6,0	...
<b>PIB</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	-	-	-

**Precios**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
General	4,4	2,4	2,6	2,3	2,2	2,6	2,8	2,4	2,3
Subyacente	5,1	2,5	2,7	2,3	2,3	2,3	2,4	2,0	2,1

**Sector exterior**

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	2,0	2,0	5,3	4,3	...	1,3	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-4,0	2,0	2,0	5,4	6,9	...	6,0	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>1,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>...</b>	<b>4,1</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bienes y servicios	4,1	6,5	6,5	5,2	4,5	...	4,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,6	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	...	-0,6	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>5,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,1</b>	<b>...</b>	<b>7,5</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	-2,3	7,5	7,5	6,5	5,4	6,3	6,0	6,3	...
A la vista y ahorro	-18,5	-0,3	-0,3	5,0	5,1	8,6	7,5	8,6	...
A plazo y preaviso	22,2	15,3	15,3	7,8	5,8	4,3	4,6	4,3	...
Depósitos de AA. PP.	-12,4	26,7	26,7	29,3	39,6	-0,4	17,0	-0,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>-2,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>									
Sector privado	-1,5	1,9	1,9	3,3	4,9	5,8	5,6	5,8	...
Empresas no financieras	-2,1	-1,0	-1,0	0,1	2,2	2,3	2,6	2,3	...
Hogares - viviendas	-1,5	3,0	3,0	4,9	6,4	8,0	7,5	8,0	...
Hogares - otras finalidades	0,2	5,4	5,4	5,7	6,6	6,9	6,4	6,9	...
Administraciones públicas	-5,5	0,6	0,6	-8,0	3,8	4,8	2,4	4,8	...
<b>TOTAL</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	<b>...</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>...</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Notas: 1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulaciones. 2. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.

## Economía mundial 2026: ¿resiliencia, transición o disrupción?

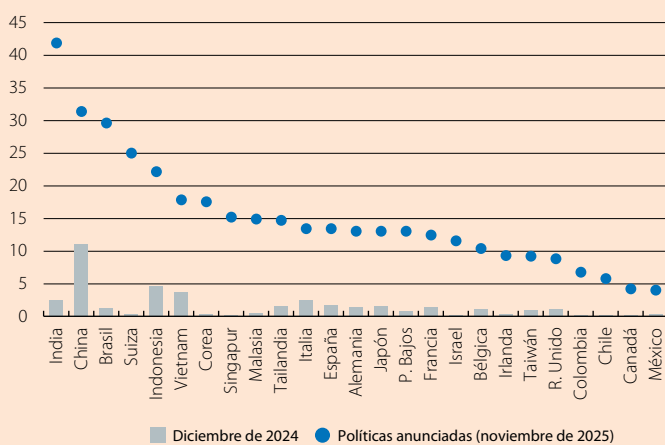
El año 2025 se cerrará con la sensación de que los efectos sobre el crecimiento causados por los diferentes *shocks* de oferta y el incremento de la incertidumbre han sido limitados y claramente inferiores a lo esperado tras el ruido causado por las primeras semanas de la presidencia de Donald Trump. La resiliencia sigue caracterizando el comportamiento de la economía mundial, lo que permite que la velocidad de cruce del ciclo económico se mantenga cercana al 3%, aunque persisten las divergencias entre los crecimientos de Europa (1,3%), EE. UU. (1,8%) y Asia (4,5%). La lista de factores que pueden explicar esta solidez de la actividad incluiría un efecto más suave de lo esperado de las subidas de los aranceles una vez evitada la guerra comercial y la flexibilidad de los agentes privados para anticiparse y adaptarse al ruido del nuevo entorno económico, además de la existencia de unas favorables condiciones financieras.

De hecho, tenemos la misma sensación a estas alturas de otoño que en 2023 y 2024, cuando la realidad a cierre de año fue mucho mejor que los escenarios centrales de previsión dibujados a principios del ejercicio. Detrás de este comportamiento de menos a más de las perspectivas económicas, estaría la infravaloración de la capacidad de los agentes económicos para gestionar la incertidumbre y tomar decisiones en tiempos de inestabilidad o, sencillamente, que los ejercicios de previsión se complican cuando los niveles de incertidumbre son elevados. Pero, además de todo lo anterior, la capacidad de resistencia que ha demostrado el ciclo de negocios desde el final de la pandemia estaría reflejando algunas de las bondades de un viejo orden internacional en pleno proceso de transformación. Un marco económico y político (Pax Americana) en el que EE. UU. ha asegurado el equilibrio de una economía mundial abierta al ofrecer bienes públicos esenciales (defensa, seguridad, sistemas de pagos, etc.), mercados abiertos para el comercio y una moneda estable, además de erigirse en prestamista de última instancia en caso de necesidad (vía FMI).

Un entorno, por tanto, con beneficios en términos de estabilidad económica, crecimiento, innovación y optimización de las ventajas competitivas, ahora amenazado por la aparición de un nuevo líder global (China) que está buscando establecer nuevas alianzas y dependencias estratégicas en el continente euroasiático, pero también en África y América Latina.<sup>1</sup> Al mismo tiempo, la vieja potencia hegemónica busca reequilibrar el tablero, cobrando de manera más explícita por los servicios prestados (aranceles, gasto en armamento, objetivos de inversión directa, etc.), en pleno reajuste de su política exterior a la nueva realidad. Con algunas paradojas como que el teórico proveedor de estabilidad y protección sea uno de los mayores focos de incertidumbre o que aliados tradicionales de EE. UU. (Europa, Japón, Canadá, Corea del Sur, etc.) puedan ser los más afectados negativamente por los cambios en las reglas del juego.<sup>2</sup>

### Arancel efectivo promedio en EE. UU.

Por socio comercial (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de USITC, del BEA, del Departamento del Tesoro y de Comtrade.

### Previsiones de economía internacional y mercados financieros

Proyecciones elaboradas el 22/09/2025

	2024	2025	2026
<b>Mundo PIB</b> (interanual)	3,3	3,1	3,1
<b>EE. UU. PIB</b> (interanual)	2,8	1,8	1,9
<b>Eurozona PIB</b> (interanual)	0,8	1,3	1,2
<b>Alemania PIB</b> (interanual)	-0,5	0,2	1,1
<b>China PIB</b> (interanual)	5,0	4,6	4,0
<b>Petróleo</b> (Brent, dólar por barril)	79,8	68,5	65,1
<b>EE. UU. inflación</b> (interanual)	3,0	2,8	2,8
<b>Eurozona inflación</b> (interanual)	2,4	2,1	2,0
<b>BCE – tipo depo</b> (% fin de periodo)	3,0	2,0	2,0
<b>Fed – fed funds rate</b> (% fin de periodo, lower bound)	4,3	3,5	3,0
<b>Euríbor 12M</b> (% fin de periodo)	2,4	2,1	2,2

Fuente: CaixaBank Research.

1. Véase «La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo?» en este mismo Informe Mensual.

2. Véase Posen, Adam S. (2025). «The New Economic Geography. Who profits in a Post-American World?». Foreign Affairs, volumen 104, n.º 5.

to de Trump), el fortalecimiento de los vínculos comerciales entre la UE, ASEAN, Canadá o Australia puede compensar en parte los efectos de la reducción de la apertura externa americana. En todo caso, a corto plazo, se seguirán manifestando los efectos del nuevo marco arancelario sobre crecimiento e inflación mientras se termina de perfilar la nueva relación comercial entre EE. UU. y China, que vendrá definida por el equilibrio entre los dos sectores en los que existe una dependencia mutua: tierras raras y microchips.

Por tanto, el año que viene continuará la transición en el reordenamiento del proceso de globalización en el que está inmersa la economía internacional desde la pandemia. En el punto de llegada, el nuevo equilibrio con más división entre bloques económicos supondrá unas pérdidas en crecimiento potencial y bienestar que podrían ser compensadas por los efectos del proceso de innovación ligado a la inteligencia artificial (IA). Proceso que ha tenido una aceleración importante en los últimos tiempos, como ya se percibe en los datos de crecimiento del PIB de EE. UU. en el primer semestre (un 90% explicado por la inversión realizada en *hardware, software, centros de datos, etc.*).<sup>3</sup> Solo las grandes tecnológicas tienen previsto invertir en partidas relacionadas con la IA cerca de 3 billones de dólares hasta 2030, lo que representa casi un 10% del PIB. El impulso positivo a corto plazo sobre la actividad está asegurado y puede ayudar a compensar los primeros síntomas de debilitamiento en el mercado de trabajo estadounidense, pero la clave será si a medio plazo se va a rentabilizar toda esta oleada inversora. Sobre todo, teniendo en cuenta que se empiezan a detectar estructuras de financiación más apalancadas y circulares, con participaciones cruzadas entre empresas del mismo sector a lo largo de la cadena de valor, lo que puede aumentar el riesgo en el caso de que la rentabilidad sea inferior a la esperada. Adicionalmente, estas interdependencias pueden suponer un freno al proceso de destrucción creativa, al bloquear o demorar la entrada de nuevos competidores.<sup>4</sup>

En definitiva, la gran duda es si la IA puede compensar a medio plazo, vía acumulación de capital y productividad total de los factores, el efecto negativo de la demografía y la fragmentación económica sobre el crecimiento potencial. A lo que probablemente nos abocará en caso de éxito es a una mayor presencia del capital en la producción y una proporción menor para el trabajo, lo que puede suponer un obstáculo adicional para las políticas de consolidación fiscal, pues es más difícil gravar el capital –porque es más móvil– que las rentas del trabajo. Eso sin tener en cuenta que cambios estructurales de este calado suelen exigir un mecanismo de compensación para la transición a la nueva realidad de los perdedores en el proceso de cambio, ya sean empresas o trabajadores. Todo ello, en un contexto en el que la ausencia de espacio fiscal<sup>5</sup> en buena parte de los países OCDE es uno de los riesgos más importantes del escenario,<sup>6</sup> sobre todo al tener que abordarse simultáneamente retos como la transición energética, las nuevas necesidades de gasto en defensa o los efectos del envejecimiento de la población.<sup>7</sup>

Si en el caso de EE. UU. las perspectivas fiscales a medio plazo no son muy boyantes, pues el FMI acaba de estimar que la deuda pública puede aumentar hasta el 143% del PIB en 2030, con un déficit que no bajará del 7% en todo el periodo, a corto plazo el foco estará centrado en Europa, con Francia en el ojo del huracán. Desequilibrio fiscal más inestabilidad política constituye un cóctel de difícil digestión, especialmente en un país cuyos ingresos fiscales superan el 50% del PIB y, pese a ello, tiene un déficit primario por encima del 3%. El diagnóstico de los mercados es claro, Francia tiene una situación fiscal más parecida a la de Italia que a la de España o Portugal, lo que ya se ha traducido en un reordenamiento del riesgo-país europeo, reflejado en las primas de riesgo y en los cambios de calificación de las agencias de *rating*.<sup>8</sup> En el límite, la mayor amenaza es que se terminen testando los mecanismos diseñados en la última década para solventar aumentos del riesgo de fragmentación en Europa (ESM, OMT o TPI).

En definitiva, en 2026 la economía seguirá expuesta a la combinación entre nuevas tendencias de fondo (restricciones a los movimientos comerciales y migratorios, auge de la IA, etc.) y los desafíos a corto plazo (escaso espacio fiscal, valoraciones elevadas en mercados financieros, etc.). Un año en el que otra vez será determinante la capacidad de cuestionar en cada momento los supuestos detrás de las proyecciones económicas, así como la flexibilidad a la hora de tomar decisiones. Con la resiliencia del ciclo de actividad volviendo a ponerse a prueba, entre un mundo que no acaba de morir (globalización, multilateralismo, democracias liberales) y otro que no acaba de nacer. El riesgo estriba en minusvalorar los cambios y pensar que volveremos al *statu quo* anterior, lo que hace muy pertinentes las palabras de Joseph de Maistre refiriéndose a la Revolución francesa: «Durante mucho tiempo lo tomamos como un acontecimiento. Nos equivocamos: fue una época».

José Ramón Díez

3. Véase para un análisis en profundidad de las perspectivas de la economía estadounidense, el artículo [«Perspectivas de EE. UU. 2026: resiliencia con fragilidades»](#) en este mismo *Informe Mensual*.

4. Véase Aghion, P., Antonin, C. y Bunel, S. (2021). «El poder de la destrucción creativa». Editorial Deusto.

5. Según el FMI, la deuda pública mundial se puede situar en el 100% en 2029.

6. Véase para más detalles en el caso europeo, el artículo [«El dilema fiscal europeo a medio plazo»](#) en este mismo *Informe Mensual*.

7. El FMI estima que todos estos retos pueden crear presiones en el gasto público en Europa equivalentes a casi 6 p. p. de PIB en 2050.

8. También se debe consignar que el mayor giro fiscal en la eurozona es el que se está produciendo en el país con mayor margen presupuestario (Alemania), de la mano de un aumento de la inversión en infraestructuras y defensa que debería arrancar en 2026, con un salto previsto de casi 15 puntos en deuda pública entre 2024 y 2028 y un déficit estructural que se prevé que aumente hasta el 4% del PIB potencial en 2026.

## El dilema fiscal europeo a medio plazo

El retorno este año de las reglas fiscales –como garantes de la sostenibilidad de la deuda pública– y la persistente brecha de inversión para abordar las prioridades de la UE en el actual contexto geopolítico conforman un escenario de fricción que hace necesaria una estrategia fiscal coordinada en tiempos e intensidad que excede con mucho el horizonte de los mandatos políticos nacionales y comunitarios, siendo imprescindible superar diferencias y algunos tabús que han caracterizado la historia económica de la UE en otros momentos.

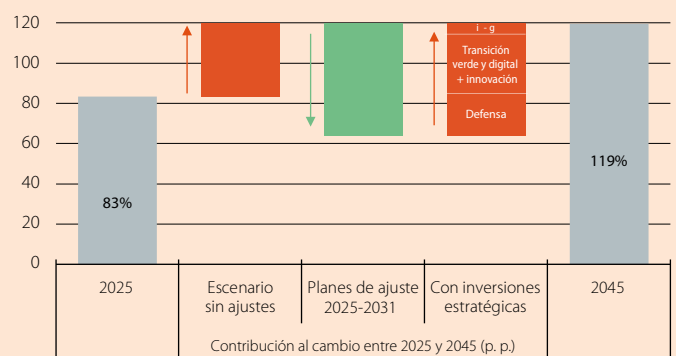
### Dos fuerzas contrapuestas: consolidación fiscal vs. autonomía estratégica

Por un lado, la situación de las finanzas públicas europeas emergida tras la pandemia<sup>1</sup> y los efectos del envejecimiento demográfico<sup>2</sup> abocan a un deterioro fiscal notable en ausencia de medidas compensatorias y llevan a un número creciente de países lejos de las referencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Tomando como base las previsiones de la Comisión Europea para los diferentes Estados miembros, en un escenario sin ajustes, el déficit público agregado para la UE podría ampliarse en 10 años hasta un 5% del PIB (3,2% en 2024) y la ratio de deuda pública acercarse al 100% del PIB (81% en 2024).<sup>3</sup> Bajo el nuevo marco de gobernanza fiscal europea, el principal instrumento para corregir estos desequilibrios son los planes fiscales estructurales a medio plazo, en los que los Estados miembros recogen la hoja de ruta para asegurar la sostenibilidad de su deuda pública.<sup>4</sup> Para aquellos países con necesidad de realizar ajustes, las medidas incluidas en los planes suponen una reducción anual en el déficit estructural primario de 0,5-0,6 p. p. del PIB entre 2025 y 2031 (algunos en cuatro años y otros en periodo extendido de siete años). Y para la deuda pública de la UE en su conjunto, la diferencia con el escenario sin ajustes es muy sustancial, hasta 25 p. p. menos dentro de 10 años y 50 p. p. por debajo en 20 años (véase el primer gráfico). La implementación de los planes a medio plazo es, por lo tanto, crucial para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Y, por otro lado, como han puesto de manifiesto en años recientes la COVID-19, la invasión rusa de Ucrania y el unilateralismo de la nueva Administración Trump, la UE presenta dependencias estratégicas en ámbitos como la defensa, la innovación y la doble transición verde y digital. Así, el informe Draghi publicado en 2024 recogía unas necesidades adicionales de inversión en estas áreas de unos 800.000 millones de euros anuales,<sup>5</sup> cifra que ahora, tras los compromisos de mayor gasto en defensa adquiridos en la OTAN,<sup>6</sup> ha sido actualizada por el BCE hasta 1,2 billones (cerca de un 7% del PIB de 2024).<sup>7</sup> Bajo la hipótesis de que el sector público financia un 25% de estas necesidades adicionales de inversión en los próximos 10 años (un 100% en el caso de defensa por su condición de monopsonio natural), este impulso del gasto podría elevar la deuda pública de la UE en una magnitud que contrarrestaría la reducción que se espera conseguir con los planes de ajuste a medio plazo (véase el primer gráfico).<sup>8</sup> Por lo tanto, en la búsqueda de una deseada autonomía estratégica en el actual contexto geopolítico, estaríamos de vuelta en la casilla de salida en términos de (in)sostenibilidad de la deuda, con riesgos adicionales de retroalimentación por la presión sobre los costes de financiación de los Estados miembros.<sup>9</sup>

### Deuda pública total de países de la UE\*

(% del PIB)



**Notas:** \* Cambio entre 2025 y 2045. Previsión de 2025 publicada en el informe de primavera de la Comisión Europea. 'i - g' indica el efecto del cambio en el diferencial entre el tipo de interés (i) y el crecimiento nominal del PIB (g), asumiendo que cada aumento de 1 punto en la ratio de deuda pública incrementa el coste de nueva financiación en 4 p. b., y un multiplicador fiscal de 0,75 para cambios en el saldo estructural primario. Las inversiones estratégicas consideran que el actual gap se cierra de forma progresiva hasta 2035.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea y del BCE.

1. Véase el Focus «Los límites de la deuda: edición 2025» en este mismo Informe Mensual.

2. Véase el Dossier «Desafíos y políticas en la era de la longevidad» en el IM09/2025.

3. Cálculos propios basados en los escenarios remitidos por la Comisión Europea a los Estados miembros antes de la elaboración de los planes fiscales estructurales a medio plazo en 2024-2025.

4. Véase el Focus «El nuevo marco de gobernanza económica de la UE» en el IM01/2025.

5. Véase el Focus «Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas» en el IM10/2024.

6. Véase el Focus «Un 5% del PIB en defensa: ¿por qué? ¿para qué? ¿es factible?» en el IM09/2025.

7. BCE (2025), «Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions».

8. En el escenario de referencia consideramos un aumento progresivo del gasto en defensa hasta el 3,5% del PIB en 2035 (5% para Polonia y las repúblicas bálticas) y de la inversión pública para innovación y la doble transición verde y digital en 1,5 p. p. en el mismo periodo.

9. Baldacci, E. y Kumar, M.S. (2010), «Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yield» estima la sensibilidad del tipo de interés en un rango de 3 a 5 p. b. por cada p. p. de incremento en la ratio de deuda pública. De esta forma, *ceteris paribus*, el incremento de inversión pública para finalidades estratégicas podría elevar entre 0,75 y 1,25 p. p. el coste de nueva financiación en 10 años y entre 1,5 y 2,5 p. p. en 20 años respecto al escenario con ajustes bajo las nuevas reglas fiscales.

## Palancas de mitigación hacia un nuevo equilibrio

En este escenario, una estrategia fiscal creíble debería combinar cierta flexibilidad a corto plazo para cerrar la brecha de inversión –extendiendo al resto de áreas críticas la cláusula de escape para gasto en defensa activada este año y aumentando la financiación conjunta de bienes públicos comunitarios– con el requisito imprescindible de una mayor eficiencia en el gasto público y la construcción de unas bases sólidas para un mayor crecimiento potencial. Dicha estrategia permitiría abordar el necesario proceso de consolidación fiscal a medio plazo, que, siendo más realista, podría implicar una referencia de llegada más elevada para la ratio de deuda pública –más cerca del 90% del PIB que del 60% actual–, algo que de hecho está implícito en los planes de estímulo de la propia Alemania.<sup>10</sup>

La aspiración de aumentar el crecimiento económico de la UE es indisoluble del debate fiscal. Un mayor ritmo de avance de la actividad permitirá ampliar la base de ingresos y «absorber» deuda pública con mayor rapidez, conteniendo también la presión sobre los costes de financiación que una nueva ancla fiscal a medio plazo pudiera conllevar (véase el segundo gráfico).<sup>11</sup> Con este objetivo, las inversiones antes señaladas deben canalizarse a través de proyectos de impacto en términos de autonomía estratégica y alcance macroeconómico en la UE –con un creciente peso del valor añadido europeo–. Además, tal y como recogen los objetivos de la Brújula de la Competitividad, es necesario avanzar en paralelo con la agenda reformadora, incluyendo la simplificación regulatoria, una mayor integración del mercado único, nuevos instrumentos de financiación dentro de una unión de capitales, y la revisión del marco de competencia y ayudas de Estado para impulsar proyectos europeos con dimensión comunitaria.<sup>12</sup> Como señaló el propio Draghi en el aniversario de su informe, urge acelerar la adopción e implementación de esta ambiciosa agenda para generar un círculo virtuoso con mayor participación de capital privado y menores exigencias para las cuentas públicas.<sup>13</sup>

Respecto al papel que puede desempeñar la financiación conjunta para cubrir necesidades estratégicas, la emisión de deuda mancomunada ha mostrado su potencia ante *shocks* de elevada magnitud acompañados de estrés en los mercados financieros, facilitando la implementación y rebajando el coste de políticas contracíclicas a corto plazo, y aliviando la tensión sobre las finanzas públicas a medio plazo.<sup>14</sup> Sin embargo, en «tiempos normales» y en ausencia de una estructura federal completa, el recurso a la financiación conjunta (ya sea vía mercados o a través del presupuesto comunitario) no parece estar tan justificado por su garantía de la sostenibilidad fiscal conjunta de la UE –al fin y al cabo, es deuda que deberán devolver los Estados miembros– como en las ganancias potenciales de eficiencia en áreas donde el gasto público nacional está fragmentado, como las redes transeuropeas de energía y transporte, o unas capacidades mínimas de defensa coordinada a nivel comunitario. Dicho esto, los 530.000 millones de euros que propone la Comisión Europea para financiar inversiones estratégicas en el horizonte 2028-2034 –incluido el nuevo Fondo de Competitividad y mayores recursos para la facilidad *Connecting Europe*– se antojan una cifra reducida, ya que su parte incremental respecto al presupuesto anterior es apenas equivalente a un 4% del *gap* total estimado por el BCE.<sup>15</sup> Un incremento del 25% de estos fondos permitiría financiar hasta un 20% de las inversiones públicas en áreas estratégicas en los próximos años.<sup>16</sup>

## Consolidación sí, pero adaptada a los nuevos tiempos

Un mayor crecimiento económico potencial, una mayor eficiencia en el gasto público, un mayor grado de cofinanciación en bienes públicos comunitarios y una mayor flexibilidad en las reglas fiscales son palancas claves de mitigación para la sostenibilidad de la deuda pública europea. Sin embargo, es probable que no resulten suficientes ante posibles *shocks* futuros y cierta dosis de consolidación adicional siga siendo necesaria a medio plazo, aunque tendría una magnitud mucho más limitada

10. Zettelmeyer, J. (2025), «What does German debt brake reform mean for Europe?», y Darvas, Z., Welslau, L. y Zettelmeyer, J. (2025), «What Germany's medium-term fiscal plan means for Europe».

11. Estimamos que, más allá del efecto multiplicador de las inversiones estratégicas, un incremento del crecimiento medio anual del PIB nominal en 0,5 p. p. los próximos cinco años y en 1 p. p. a partir de entonces podría reducir la ratio de deuda pública de la UE en unos 15 p. p. dentro de 20 años.

12. Véase el Focus «Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE» en el IM04/2025.

13. Draghi, M. (2025), «High Level Conference – One year after the Draghi report: what has been achieved, what has changed».

14. Burriel, P., Kataryniuk, I. y Pérez, J. J. (2022), «Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool».

15. Véase el Focus «Presupuesto 2028-2034 para la UE: ¿misión imposible?» en el IM09/2025.

16. De hacerse con financiación conjunta, estimamos que la ratio de deuda nacional del conjunto de países de la UE podría ser unos 10-12 p. p. inferior en 2045, frente a un aumento algo menor en la deuda comunitaria, resultado del impacto diferencial en el coste de financiación.

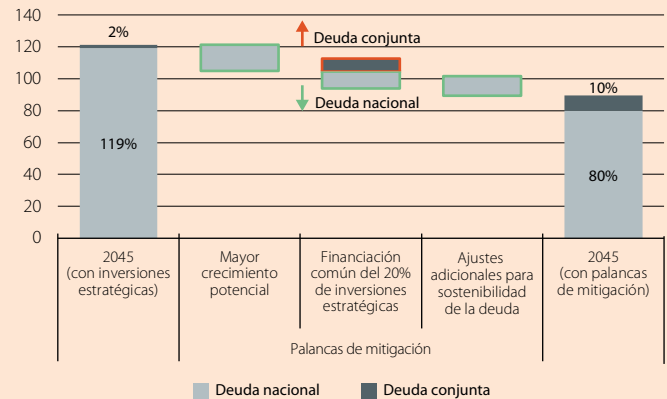
que los planes de ajuste aprobados para los próximos años (véase el segundo gráfico).<sup>17</sup> Este camino será más fácil de recorrer en la medida en que sea progresivo, pero persistente, integrado en una estrategia fiscal creíble y coordinada entre los Estados miembros.

Desde el punto de vista de los ingresos, la estructura impositiva debe favorecer el crecimiento económico y eliminar las distorsiones en la eficiencia de los mercados, al tiempo que contribuye, con una recaudación suficiente y una adecuada progresividad, a mitigar las desigualdades sociales y territoriales que surjan en la transición hacia una economía europea más autónoma y competitiva a nivel global. Y por el lado del gasto, unido al hecho de que la mayor inversión estratégica vaya a dirigirse a áreas más productivas, es conveniente realizar un seguimiento continuo sobre la eficiencia y el impacto de las políticas públicas, así como evaluar los efectos que el cambio en la composición de los presupuestos vaya a tener sobre el crecimiento y la distribución de la renta.<sup>18</sup>

Vemos, por lo tanto, que conciliar la sostenibilidad de la deuda pública con el impulso a la autonomía estratégica europea es un reto de enorme complejidad, marcado por tensiones entre disciplina fiscal, inversiones necesarias y exigencias geopolíticas. Cada avance en uno de estos frentes implica ajustes y riesgos en los demás, lo que exige una coordinación ambiciosa y flexible entre los Estados miembros, bajo la disciplina continua de los mercados financieros y con la complicación adicional de una creciente fragmentación política interna. La magnitud y la interdependencia de los desafíos tratados en este análisis evidencian la dificultad de alcanzar un equilibrio duradero, pero la inacción o la falta de ambición podrían dejar a la UE rezagada frente a otras potencias globales en términos de bienestar y con un desafío de endeudamiento mucho mayor que el actual.

David Martínez Turégano

### Deuda pública total de la UE en 2045\* (% del PIB)



**Notas:** \* Cambio respecto a escenario con inversiones estratégicas. La deuda pública total de la UE incluye la deuda nacional de los Estados miembros y la deuda conjunta. El saldo de la deuda conjunta previsto para 2045 se corresponde con la amortización progresiva de la financiación para el NGEU. El escenario de mayor crecimiento potencial asume un aumento progresivo de 0,5 p. p. hasta 2030 y hasta 1 p. p. a partir de 2035. La diferencia entre lo que aumenta la deuda conjunta para financiar un 20% de inversiones estratégicas y lo que se reduce la ratio de deuda nacional viene explicada por el impacto en el coste de financiación. Los ajustes adicionales para la sostenibilidad de la deuda pública se materializan en un aumento progresivo del saldo estructural primario a partir de 2029, cuando finaliza la aplicación de la cláusula de escape para el gasto en defensa (aquí extendida a otras inversiones estratégicas). Los efectos consideran el impacto vía multiplicador fiscal y tipos de interés de la nueva financiación.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea y del BCE.

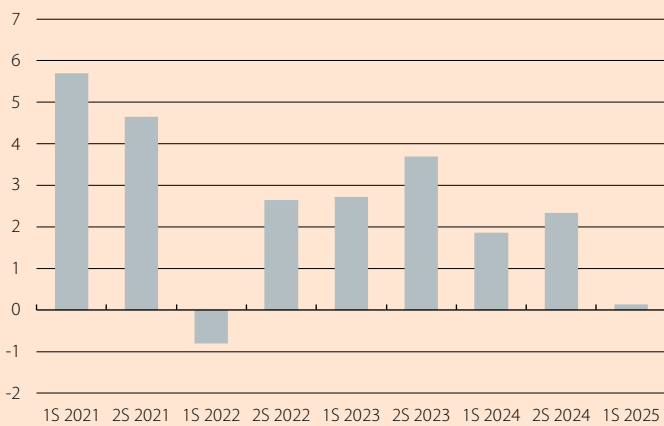
17. Según estimaciones propias, la estabilización de la ratio de deuda pública a partir de 2045 requeriría un incremento del saldo estructural primario equivalente a la reducción de entre 10 y 15 p. p. del PIB en el endeudamiento de la UE. Para los países con niveles por encima del 90% del PIB, se considera su convergencia a este nivel o, si es superior, al nivel que se esperaría tras los ajustes en los planes de ajuste a medio plazo (sin inversiones estratégicas).

18. FMI (2025), «Fiscal Monitor: Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth».

## Perspectivas de EE. UU. 2026: resiliencia con fragilidades

La economía de EE. UU. ha mostrado una notable capacidad de resistencia en 2025, pese a enfrentarse a un entorno complejo marcado por tensiones comerciales, tirantezas de política interna e incertidumbre. A pesar de estos obstáculos, el crecimiento alcanzó un 1,6% (anualizado) en la primera mitad del año, impulsado principalmente por el dinamismo de la inversión en activos ligados a la inteligencia artificial (IA) y por un consumo privado que, aunque modera su crecimiento, sigue aportando a la actividad.

### EE. UU.: crecimiento del PIB excluida la inversión en equipo de procesamiento de información y software (% anualizado)



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

De cara a 2026, las perspectivas son positivas. Proyectamos un ritmo de crecimiento cercano al potencial (2%) sustentado principalmente en la continuidad del vigoroso ciclo de inversión privada, vinculado en especial a la IA. Otra fuente de apoyo será una política monetaria que transita hacia una posición más neutral, además de una política fiscal expansiva que mantiene estímulos a corto plazo. Ahora bien, estos pilares también conllevan riesgos a medio plazo, con dudas sobre la rentabilidad de la oleada de inversión en IA, la salud de las cuentas públicas y la sostenibilidad de la deuda, la capacidad de la Fed de transitar hacia la neutralidad y el telón de fondo de riesgos más directamente ligados a las medidas de la nueva Administración Trump. Entre estos, destacan el impacto sobre el mercado laboral, los salarios y la actividad de las políticas migratorias restrictivas, la reconfiguración de las instituciones estadounidenses y las persistentes tensiones arancelarias.

### El auge de la inversión en IA lidera el crecimiento

En 2025, la inversión privada en tecnología e IA ha sido la gran impulsora del crecimiento. El gasto en equipos de procesamiento de información (ordenadores, servidores) y *software* creció en la primera mitad del año a tasas anuales del 35% y del 23%, respectivamente, y aportó 1,4 p. p. a un crecimiento total del 1,6%. Sin este empuje de la inversión en tecnología, el PIB prácticamente no habría crecido.

El epicentro del auge está en Silicon Valley, donde un grupo reducido de grandes compañías<sup>1</sup> ha invertido, en la primera mitad del año, cerca de 194.000 millones de dólares en infraestructura y centros de datos. Se estima que la cifra llegará a 368.000 millones al cierre de 2025 (equivalente al 1,2% del PIB) y que podría alcanzar 432.000 millones en 2026, más del doble de lo invertido en 2023. A ello se suman los proyectos de empresas como OpenAI y las cuantiosas inversiones necesarias para reforzar la red eléctrica y la producción de chips, donde destacan actores como Nvidia.

A corto plazo, este *boom* inversor tiene un efecto claramente positivo sobre la economía. Pero la concentración del crecimiento principalmente en un motor plantea riesgos. Si el viento de cola tecnológico se debilita, podrían quedar al descubierto debilidades de fondo: un consumo más frágil, un mercado laboral que se ha empezado a enfriar y los efectos inflacionarios de los aranceles que, aunque han sido limitados hasta el momento (en parte por la acumulación de inventarios y compras anticipadas en el 1T 2025), podrían intensificarse a medida que se agoten los colchones de existencias.

Además, surgen dudas sobre la sostenibilidad del auge. Las empresas se enfrentan a retos operativos para escalar su infraestructura, mientras que aún no está claro el verdadero impacto de la IA sobre la productividad ni su capacidad para generar beneficios sostenibles. Si las expectativas no se cumplen, podría producirse a medio plazo una corrección en las valoraciones bursátiles, con implicaciones financieras que serán más o menos amplias en función del aumento del crédito y la deuda que acompañe al *boom* inversor los próximos años.<sup>2</sup> Otro posible factor de amplificación viene de la mano del aumento de estructuras de financiación más apalancadas y circulares, con participaciones cruzadas entre empresas del mismo sector a lo largo de las cadenas de valor.

### La palanca monetaria

En el frente monetario, la Reserva Federal se encuentra en plena transición desde una postura que califica como moderadamente restrictiva hacia una más neutral. Actualmente, el tipo *fed funds* se sitúa en el rango del 3,75%-4,00% y esperamos que a finales de 2026 se sitúe en el 3,00%-3,25%. El giro responde a un deterioro del mercado laboral: la creación de empleo se ha enfriado, la contratación disminuye y el desempleo ha comenzado a repuntar. Aunque la inflación sigue por encima del objetivo del 2%, la Fed

1. En particular nos referimos a Amazon, Microsoft, Meta, Alphabet, Oracle, Apple y Tesla.

2. Por ejemplo, según estimaciones de Morgan Stanley y Bloomberg, de las inversiones que harán las grandes tecnológicas entre 2026 y 2028 en centros de datos, el 50% será financiado con flujo de caja de las empresas, el 30% por crédito privado y el restante 20% por otras fuentes. Véase Ren, S. (2025, 2 de octubre), «AI Data Centers Give Private Credit Its Mojo Back», Bloomberg.

busca evitar un enfriamiento excesivo del empleo que comprometa la actividad.

No obstante, el consenso dentro del FOMC es limitado: un grupo de miembros aboga por cierta prudencia y otro presiona por recortes más agresivos. En un contexto en que los dos mandatos –estabilidad de precios y pleno empleo– tiran en direcciones opuestas, el margen de error es estrecho, y el camino de los tipos de interés es incierto. En palabras de Powell, los próximos recortes están «lejos» de ser garantizados.

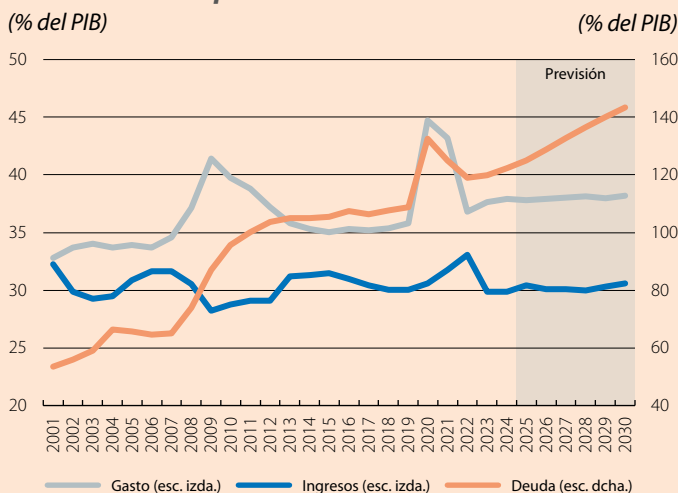
A esta incertidumbre se suma un riesgo institucional. En 2025, la Casa Blanca intensificó su presión sobre la Fed, proponiendo nombramientos afines y generando cierto debate sobre la independencia del banco central. El intento de destituir a la gobernadora Lisa Cook marcó un precedente inusual, y el nombramiento de Stephen Miran –economista afín al presidente Trump– despertó recelos. Miran ha expresado posturas divergentes respecto al resto del FOMC, contribuyendo a la mayor dispersión de proyecciones de tipos de interés entre los miembros de la Fed en su reunión de septiembre (en la que suele haber mayor consenso sobre los tipos para final de año) de los últimos 13 años, como se aprecia en el segundo gráfico. Aunque no vemos señales claras de que la Fed vaya a perder su independencia, y confiamos en que la mayoría de sus miembros seguirán actuando con el objetivo de cumplir sus mandatos, este tipo de tensiones institucionales añade incertidumbre al entorno económico y financiero, cuando, además, en 2026, se renuevan al menos dos puestos del Consejo.<sup>3</sup>

### Perspectivas fiscales

En julio de 2025 entró en vigor la ley OBBA (*One Big Beautiful Bill Act*), que hace permanentes la mayoría de las rebajas fiscales aprobadas en 2017 y añade nuevas reducciones temporales.<sup>4</sup> También permite que las empresas deduzcan de inmediato ciertos gastos de capital, incentivando la inversión a corto plazo.

Estas medidas ayudan a sostener el crecimiento a corto plazo, pero a costa de un mayor deterioro de las cuentas públicas. Así, todo apunta a que este año el déficit público se mantendrá en torno al 7% del PIB –el doble del promedio previo a la pandemia–, y las previsiones apuntan a que seguirá en ese nivel durante varios años. El aumento de la recaudación por aranceles muy probablemente no compensará el aumento del gasto público previsto. El FMI estima que, de mantenerse esta tendencia, la deuda pública bruta podría superar el 140% del PIB hacia el final de la década, un aumento muy considerable en poco tiempo si tenemos en cuenta que espera que cierre este año en el 122%. En otras palabras, el impulso fiscal de hoy podría convertirse en una carga mañana.

### EE. UU.: cuentas públicas



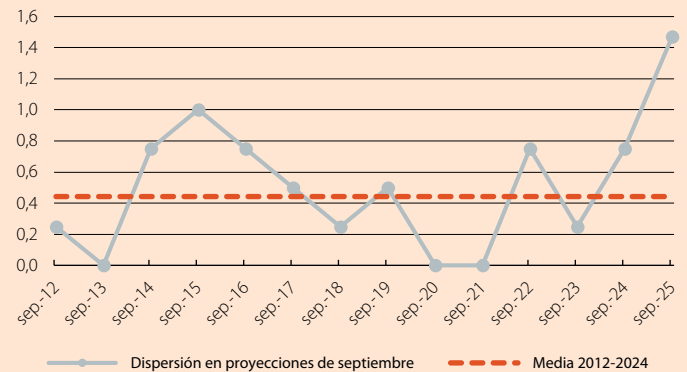
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

3. En enero, se renueva el puesto que ocupa Miran, quien, desde septiembre de 2025, está finalizando el mandato de Adriana Kugler. El mandato de Powell como presidente del FOMC vence en mayo y, aunque su puesto de gobernador no acaba hasta 2028, sus predecesores han renunciado al Consejo al acabar sus mandatos como *chairman*.

4. Como la exención del impuesto sobre la renta para las propinas o las horas extra.

### Dispersión en las proyecciones del nivel de tipos para fin de año (reuniones FOMC - septiembre)

(p. p.)



Notas: Dispersión se refiere a la diferencia entre el tipo máximo y el tipo mínimo proyectado en el dot plot. El tipo máximo proyectado en septiembre de 2025 es 4,375% y el tipo mínimo (el de Miran) es de 2,875%.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed.

### Un optimismo cauteloso

En conjunto, la economía de EE. UU. encara 2026 con una mezcla de fortaleza y vulnerabilidad. La resiliencia demostrada en 2025 ha superado las expectativas, y los dos motores –inversión en IA y nuevos recortes de tipos– auguran otro año de crecimiento sólido. Sin embargo, el panorama no está exento de riesgos. Es cierto que el auge tecnológico podría prolongarse y, si las mejoras en productividad se materializan, sus beneficios se extenderán más allá de 2026. Pero si la rentabilidad de las inversiones no cumple lo esperado, el impacto negativo sobre el crecimiento y los mercados financieros sería significativo a medio plazo. La Fed enfrenta dilemas internos y presiones externas mientras persisten riesgos laborales, arancelarios y políticos, con el deterioro de las cuentas públicas como telón de fondo.

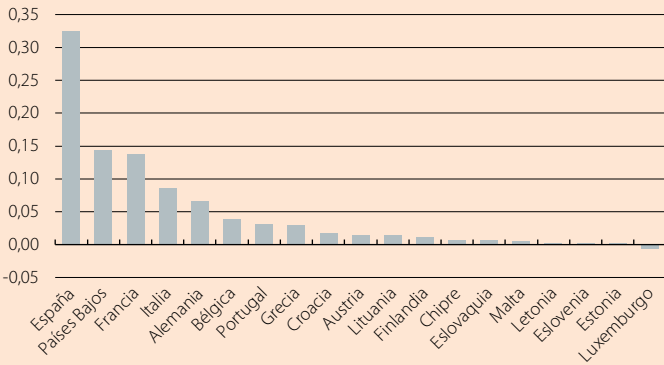
Isabela Lara White

# Buenas perspectivas de crecimiento para la economía española en 2026

## Balance positivo de 2025

Pese a un 2025 marcado por tensiones comerciales globales, la economía española ha mostrado un sólido dinamismo. Se estima que el PIB crecerá un 2,9%, muy por encima del 1,3% de la eurozona, lo que sitúa a España, junto con Irlanda, como principal motor económico de la región (véase el primer gráfico).

### Eurozona: contribución al crecimiento del PIB por países en el primer semestre de 2025 (p. p.)



**Nota:** \* Excluimos Irlanda dado el comportamiento anómalo en el 1T 2025, cuando la economía creció un 7,5% intertrimestral impulsada por los resultados de las multinacionales ubicadas en el país.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

La economía española ha completado en 2025 el viraje hacia la demanda interna como principal motor de crecimiento, impulsada por el consumo privado y la inversión. Estos dos componentes explican la totalidad del avance del PIB en 2025. De acuerdo con nuestras previsiones, la ligera contribución del consumo público, de 0,3 p. p., quedará contrarrestada por el aporte negativo del sector exterior. Esta aportación negativa no hay que tomarla como un mal dato: las exportaciones españolas han mantenido un avance muy sólido –prevemos que crezcan un 4,2% interanual–, apoyadas especialmente en el dinamismo de los servicios no turísticos. Las exportaciones, por sí solas, en 2025 aportarán 1,5 p. p. al crecimiento anual del PIB, aunque esta aportación se está viendo más que compensada por la fortaleza del crecimiento de las importaciones, que han tenido que alimentar el fuerte tirón de la demanda interna. En suma, 2025 deja a la economía española con una inercia muy positiva para afrontar 2026.

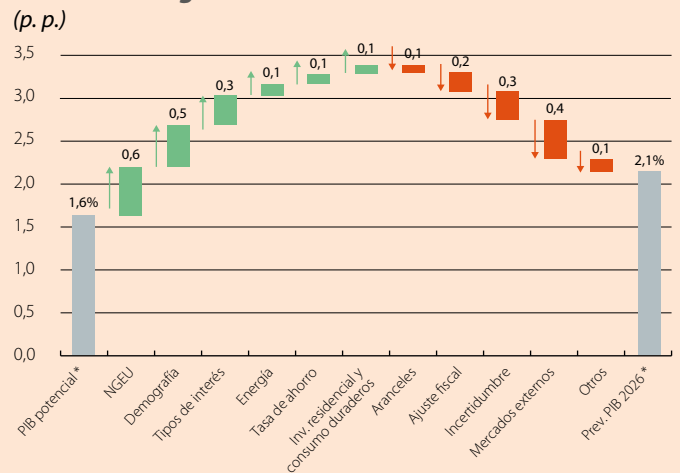
## Perspectivas para 2026: desglosando los motores del crecimiento

Prevedemos que el PIB español crecerá un 2,1% en 2026. Este crecimiento se desglosa en varios factores (véase el segundo gráfico). Partimos de un ritmo de crecimiento subyacente (o «potencial») estimado en torno al 1,6% anual –es decir, la velocidad a la que podría crecer el PIB español considerando la tendencia productiva de fondo–, al que se van añadiendo otros factores.<sup>1</sup>

Por el lado positivo, varios canales seguirán empujando la actividad económica española:

- Fondos europeos (NGEU): en 2026, un año clave, pues en agosto se deberán haber cumplido todos los hitos del Plan de Recuperación, se acelerará la inversión vinculada a los fondos europeos. Prevedemos que se ejecuten unos 17.500 millones en subvenciones (frente a los ~15.000 millones de 2025)<sup>2</sup> y se avance en los proyectos financiados con préstamos. Esta inyección de fondos podría aportar 0,6 p. p. al crecimiento del PIB.
- Impulso demográfico: en 2026, la inmigración seguirá impulsando el crecimiento poblacional, que se estima en un 0,8%, muy por encima del 0,3% anual previo a la pandemia. Al incorporar este diferencial, el aumento adicional de población se traduciría en cerca de 0,5 p. p. de crecimiento al PIB. Este impulso demográfico contribuirá a que continúe la fortaleza del mercado laboral –prevemos un crecimiento de la ocupación del 2% en 2026–.
- Condiciones financieras razonablemente acomodaticias: la política monetaria seguirá siendo un apoyo neto para la economía española durante 2026. Si bien no se esperan nuevos recortes de tipos de interés, la economía, y en especial la inversión, continuará beneficiándose de la transmisión de las bajadas de tipos que tuvieron lugar en 2024 y 2025. Este canal podría apor-

### PIB 2026: desglose del crecimiento



**Notas:** Variación anual (%). \* PIB potencial corregido por el impacto del fuerte crecimiento demográfico y los fondos NGEU.  
**Fuente:** CaixaBank Research.

1. Para limpiar el efecto del fuerte crecimiento demográfico de los últimos años y el impacto de los fondos NGEU, en el cálculo del PIB potencial hemos supuesto que la demografía ha crecido, desde 2022, según el promedio de 2017-2019, del 0,3% anual, y, además, hemos reducido la inversión anual por la cuantía estimada proveniente de los fondos NGEU.

2. De esta forma se habrían ejecutado los 80.000 millones de transferencias del Plan de Recuperación.

tar 0,3 p. p. al crecimiento del PIB, con especial impacto en la inversión en equipo, todavía solo un 6,4% por encima del nivel prepan- demia, frente al 10,0% del PIB.

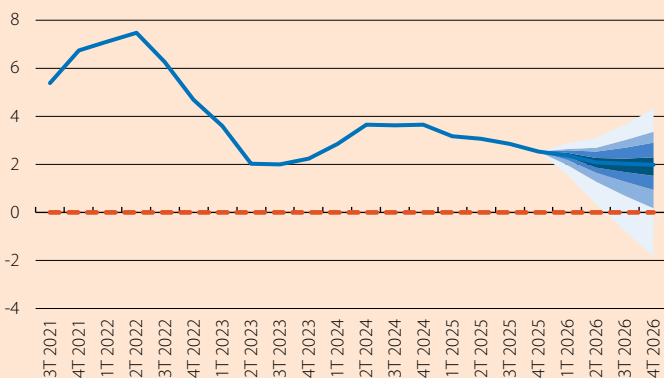
- Alivio en los precios energéticos: se espera que en 2026 los precios del petróleo y del gas bajen ligeramente respecto a 2025, lo que reduciría costes para empresas y hogares y aportaría un pequeño impulso al crecimiento económico.
- Consumo privado y ahorro: el elevado crecimiento de la renta bruta disponible, impulsada por la fortaleza del mercado laboral, ha permitido un aumento sustancial de la tasa de ahorro de los hogares. Prevemos que la tasa de ahorro se mantenga en 2025 en cotas cercanas al 13% de la renta bruta disponible y proyectamos un suave descenso en 2026 como consecuencia de una menor incerti- dumbre y la reducción reciente de los tipos de interés. Esta disminución de la tasa de ahorro ayudará a mantener el dinamismo del consumo privado e impulsará ligeramente el crecimiento del PIB en 0,1 p. p.
- Inversión residencial en auge: la construcción de vivienda transitará una fase expansiva en 2025 y 2026. Se prevé que los visados de obra nueva pasen de 128.000 en 2024 a 140.000 en 2025 y 150.000 en 2026, respondiendo a la alta demanda. Las viviendas iniciadas en 2025 seguirán generando actividad en 2026, ya que la construcción de vivienda se prolonga más de un año, y el consumo de bienes duraderos ligados al hogar también crecerá. Este canal en conjunto aportaría 0,1 p. p. al crecimiento del PIB.<sup>3</sup>

Por supuesto, no todos los factores empujarán al alza. También identificamos varios vientos en contra que moderarán el crecimiento en 2026:

- Debilidad del entorno exterior: el principal freno provendrá del sector externo, dado que nuestros mercados de exportación crece- rán en 2026 por debajo de su media histórica, aún afectados por las secuelas del reciente conflicto arancelario y la debilidad econó- mica de nuestros principales socios comerciales europeos.<sup>4</sup> Esto podría restar 0,4 p. p. al crecimiento del PIB. Adicionalmente, hay que considerar el impacto directo de las barreras comerciales: los aranceles que EE. UU. impuso a las importaciones europeas a lo largo de 2025 aún tendrán un impacto negativo sobre el crecimiento de 2026, restando aproximadamente 0,1 p. p.
- Incertidumbre global y ajuste fiscal: otros elementos adversos, aunque de menor magnitud, podrían pesar ligeramente. La incerti- dumbre global –si bien más baja que en 2025– continuará siendo un lastre para decisiones de inversión y consumo. Además, se prevé una política fiscal más contractiva (excluido el efecto de los fondos NGEU), con ingresos públicos al alza y un crecimiento del gasto más moderado, lo que implicará un ajuste del déficit y una ligera contención de la demanda interna.

## España: PIB

Variación interanual (%)



**Nota:** El grado de transparencia del sombreado es un indicador de la probabilidad de desviación respecto a las previsiones que manejamos. En este sentido, colores más claros se traducen en una probabilidad de ocurrencia menor. A modo de referencia, la banda más clara en la parte baja del gráfico delimita el percentil 10 y 20 de la distribución.

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

Con una probabilidad del 60%, caso que ya incorpora la posibilidad de que se materialicen *shocks*, tanto en negativo como en positivo, de una magnitud relativamente elevada, el crecimiento se situaría entre el 1,0% y el 2,9%. De este modo, podemos decir, con un elevado grado de confianza, que la economía española seguirá creciendo a un buen ritmo el próximo año.

Oriol Carreras Baquer

En conjunto, prevemos un crecimiento del 2,1% en 2026, una cifra sólida pero algo inferior a la de 2025. Esta moderación se explica porque varios apoyos clave ya impulsaron la economía en 2025. En concreto, la aportación al crecimiento de la demo- grafía, los tipos de interés y el sector turístico será similar en 2026 que en 2025. Tan solo la aportación de los fondos NGEU se espera que sea superior. En contraposición, ahora ganan peso factores como el menor dinamismo exterior y la transición hacia una fase más madura del ciclo económico.

### Intervalos de confianza: cuantificando la incertidumbre

Como toda previsión, nuestro escenario está sujeto a incerti- dumbre. Por eso presentamos intervalos de crecimiento con sus respectivas probabilidades asociadas. Utilizamos para ello el modelo macroeconómico para la economía española de CaixaBank Research.<sup>5</sup> En el tercer gráfico se muestra la evolu- ción del crecimiento del PIB que esperamos hasta el 4T 2026 y las posibles desviaciones respecto a nuestras previsiones. De acuerdo con este análisis, con un 40% de probabilidad el creci- miento anual del PIB de 2026 se situará entre el 1,5% y el 2,7%.

3. Este cálculo es la aportación al crecimiento del PIB en exceso de la aportación que resultaría si esta categoría creciera al ritmo marcado por el crecimiento del PIB potencial.

4. El crecimiento de nuestros principales mercados de exportación fue de un 3,5%, en promedio anual, entre 2014 y 2024. Para 2026, prevemos un avance del 1,9%.

5. Se trata de un modelo semiestructural de equilibrio general de la economía española, donde el corto plazo está determinado por la demanda agregada, mientras que a largo plazo la demanda y la oferta agregadas se igualan. Véase [https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2022/12/14/34454/wp-320-modelo-semiestructural-de-caixabank-research-para-espana\\_0.pdf](https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2022/12/14/34454/wp-320-modelo-semiestructural-de-caixabank-research-para-espana_0.pdf).

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

## Te recomendamos:

### Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera



Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.

### Monitor de consumo



Análisis mensual de la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto de no clientes en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank.

### Flash de divisas



Informe *flash* sobre la evolución del tipo de cambio del euro con las principales divisas: dólar estadounidense, libra esterlina, yen japonés y yuan chino. Ofrece un análisis técnico, estructural y predictivo.

### Informe Sectorial Agroalimentario 2025



El sector agroalimentario español presenta en 2025 un marcado tono expansivo y consolida la senda de crecimiento iniciada a mediados de 2023, tras superar los desafíos derivados de la guerra en Ucrania una prolongada sequía. La contención de los costes de producción, la mejora de las condiciones meteorológicas y el repunte de la demanda están favoreciendo un incremento sostenido tanto de la producción como de las exportaciones, que ya se sitúan en niveles prepandemia.

### Informe Sectorial Inmobiliario 2S 2025



Se confirma que el sector inmobiliario español se encuentra en plena fase expansiva en 2025. La reactivación de la demanda se ha activado, pero la producción de vivienda nueva todavía no alcanza niveles suficientes para equilibrar el mercado. El déficit acumulado de vivienda es uno de los factores que explican las presiones sobre los precios, que continúan acelerándose y dificultan el acceso a la vivienda, especialmente en las zonas de mayor demanda.

### Informe Sectorial Turismo 2S 2025



El sector turístico español ha entrado en una nueva etapa de crecimiento más moderado tras los años de fuerte expansión a raíz de la recuperación pospandemia. En este contexto, la restauración mantiene su buena racha en 2025, con un crecimiento sólido del gasto, mientras que el turismo estadounidense muestra signos de desaceleración a causa de la incertidumbre económica.



Síguenos en:



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



Newsletter



CaixaBank



Pódcast

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2025

© Banco BPI, 2025

Diseño y producción: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

