

# IM01

INFORME MENSUAL

NÚMERO 507 | ENERO 2026



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Caracterización del ciclo económico en la UE: ni transversal, ni robusto*

*El nuevo mapa de las importaciones de bienes de EE. UU.*

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

*La alquimia de China: cómo transforma minerales críticos en poder global*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*¿Ha sido de mayor calidad el crecimiento del empleo en España tras la pandemia?*

## DOSSIER: LAS CLAVES DE LA PRODUCTIVIDAD EUROPEA

*La productividad europea en perspectiva regional*

*Condicionantes de la dispersión de productividad regional en Europa*

*Los factores clave que impulsan las mejoras de productividad a nivel regional europeo*

*Las claves para que las CC. AA. españolas mejoren la productividad*

## INFORME MENSUAL

Enero 2026

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/estudos-mercados/research>  
[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

#### Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

7 de enero de 2026

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 LAS CLAVES DEL MES

### 4 PREVISIÓNES

### 7 MERCADOS FINANCIEROS

### 10 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 12 *Caracterización del ciclo económico en la UE: ni transversal, ni robusto*  
 David Martínez Turégano

- 15 *El nuevo mapa de las importaciones de bienes de EE. UU.*  
 Isabel Lara White

- 17 *La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo? (parte III)*  
 Luís Pinheiro de Matos y Sergi Artés Sebastià (estudiante grado UPF)

- 19 *La alquimia de China: cómo transforma minerales críticos en poder global*  
 Luís Pinheiro de Matos

### 24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 26 *¿Ha sido de mayor calidad el crecimiento del empleo en España tras la pandemia?*  
 Oriol Carreras y Sergio Díaz

### 29 ECONOMÍA PORTUGUESA

### 31 DOSSIER: LAS CLAVES DE LA PRODUCTIVIDAD EUROPEA

- 31 *La productividad europea en perspectiva regional*  
 Oriol Aspachs, Javier García-Arenas y David Martínez Turégano

- 34 *Condicionantes de la dispersión de productividad regional en Europa*  
 Oriol Aspachs, Javier García-Arenas y David Martínez Turégano

- 37 *Los factores clave que impulsan las mejoras de productividad a nivel regional europeo*  
 Oriol Aspachs, Javier García-Arenas y David Martínez Turégano

- 40 *Las claves para que las CC. AA. españolas mejoren la productividad*  
 Oriol Aspachs, Javier García-Arenas y David Martínez Turégano

## Palabras para el laberinto económico

Si para la Fundación del Español Urgente (FundéuRAE) la palabra del año 2025 fue arancel, para el ejercicio recién inaugurado, en el abanico de potenciales candidatas deberíamos incluir desde incertidumbre o geopolítica, si nos dejamos llevar por el vértigo de la actualidad reciente, hasta asequibilidad, cuando se trata de incidir en las cicatrices causadas por los diferentes *shocks* que ha debido afrontar la economía internacional desde 2020. En todos los casos, son palabras que reflejan los efectos de los movimientos tectónicos en el viejo orden económico internacional, sujeto a más cambios desde la pandemia que en las cuatro décadas anteriores. Algo que se ha vuelto a poner de manifiesto tras la intervención de EE. UU. en Venezuela, con el mercado de petróleo como canal potencial de afectación a la economía a medio plazo, teniendo en cuenta las abundantes reservas de crudo existentes en el subsuelo venezolano (casi un 20% del total mundial) y la escasa capacidad de producción actual (algo menos de un millón de barriles diarios) por la obsolescencia de sus infraestructuras. Por tanto, el principal foco de riesgo a corto plazo vuelve a ser la geopolítica, con una nueva aceleración del proceso de transición del multilateralismo a un nuevo marco sometido a esferas de influencia y a la competencia multipolar, lo que puede aumentar las tensiones en áreas de elevada importancia estratégica como Taiwán o Groenlandia. La UE está una vez más en el foco, obligada a tomar decisiones cuando todavía se encuentra a medio camino en el proceso de búsqueda de la autonomía estratégica, pese al avance que ha supuesto acordar la emisión de 90.000 millones de euros en eurobonos para cubrir las necesidades de financiación de Ucrania a corto plazo.

Todo este ruido ligado a los reequilibrios de la política exterior de la principal potencia económica del mundo no debería hacer pasar por alto algunas señales significativas de las últimas semanas, como un superávit comercial chino, que ya se ha situado en la psicológica cifra del billón de dólares en términos anuales y que refleja la capacidad de adaptación del gigante asiático a la nueva realidad geoeconómica; el descenso de la prima de riesgo española hasta mínimos de 2009, o el nombramiento de un griego como presidente del Eurogrupo poco más de una década después del rescate del país. Mientras, los indicadores de actividad siguen dando muestras de resiliencia y la inflación global prosigue su proceso de convergencia hacia los objetivos de los bancos centrales, con el interrogante de EE. UU. La duda es si estamos ante la calma que precede a la tempestad, pues, como recientemente recordaba Gita Gopinath, utilizando el ejemplo del *brexit*, los daños estructurales causados por políticas económicas inadecuadas como el aumento de barreras comerciales se manifiestan lentamente y, en la mayoría de las ocasiones, son difíciles de revertir.

A corto plazo, los efectos del *boom* inversor en inteligencia artificial y de una política fiscal expansiva, junto con unas condiciones monetarias más laxas, deberían permitir mantener la velocidad de crucero de la recuperación internacional y compensar las adversidades. Pero esa resiliencia de la economía global puede tener los pies de barro si termina gripándose alguno de esos motores. Además, hay que tener en cuenta que se está produciendo una recuperación en forma de K, con fuertes divergencias geográficas, sectoriales e incluso generacionales en algunos países, y con las dificultades económicas de segmentos de la población (lo que algunos denominan crisis de asequibilidad) explicando gran parte de los vuelcos electorales de los últimos años a ambos lados del Atlántico. La pregunta es qué políticas económicas pueden contribuir a revertir la situación y hacer más inclusivos los beneficios del crecimiento económico actual y del que debería venir de la mano del cambio tecnológico en ciernes. La respuesta no es sencilla sin tocar el delicado equilibrio entre eficiencia y equidad. Lo que está claro, como se pone de manifiesto en el Dossier de este informe, es que la productividad es el motor último del crecimiento económico sostenible y del bienestar a largo plazo. Un aumento sostenido de la misma permitiría aumentar la capacidad adquisitiva de los ciudadanos y, por tanto, mejorar sus condiciones de vida, abordar los desafíos que tiene Europa por delante (demografía, transición energética y autonomía estratégica, entre otros) y, en última instancia, mantener la relevancia de la región ante los desafíos del nuevo escenario global. Solo un dato, el crecimiento real por hora trabajada en la UE desde la COVID-19 ha sido del 0,5% (1,7% en el periodo 1996-2007), de manera que la palanca para aumentar el crecimiento potencial de la región está muy clara, como puso de manifiesto el informe Draghi el año pasado. Es hora de revertir esta tendencia y que productividad pase a ser la palabra económica más importante en Europa, no solo en 2026, sino en ejercicios venideros.

José Ramón Díez  
Enero 2026

## Cronología

DICIEMBRE 2025	
<b>10</b> La Fed bajó tipos en 25 p. b., hasta el intervalo 3,50%-3,75%.	
<b>18</b> El Banco de Inglaterra bajó tipos en 25 p. b., hasta el 3,75%.	
<b>19</b> El Banco de Japón subió tipos en 25 p. b., hasta el 0,75%.	
OCTUBRE 2025	
<b>29</b> La Fed bajó el tipo <i>fed funds</i> 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	
<b>5</b> Entran en vigor la mayoría de los aranceles reciprocos impuestos por EE. UU. a otros países.	
<b>29</b> S&P mejora la nota crediticia de la deuda portuguesa a A+.	
NOVIEMBRE 2025	
	<b>12</b> Fin al cierre gubernamental más largo en la historia de EE. UU.
SEPTIEMBRE 2025	
	<b>9</b> El Tribunal Supremo de EE. UU. acepta estudiar por la vía rápida la legalidad de los aranceles de Trump.
	<b>12</b> S&P mejora la nota crediticia de la deuda española a A+ y Fitch sube la de Portugal a A.
	<b>17</b> La Fed baja los tipos de interés en 25 p. b. al rango 4,00%-4,25%, tras nueve meses de pausa.
	<b>26</b> Moody's y Fitch mejoran la nota crediticia de la deuda española a A3 y A, respectivamente.
JULIO 2025	
	<b>27</b> 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.

## Agenda

ENERO 2026	FEBRERO 2026
<p><b>5</b> España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).</p> <p><b>7</b> Portugal: empleo y desempleo (noviembre). Eurozona: avance del IPC (diciembre).</p> <p><b>8</b> Eurozona: índice de sentimiento económico (diciembre).</p> <p><b>9</b> España: cuentas financieras (3T).</p> <p><b>16</b> China: PIB (4T).</p> <p><b>26</b> España: créditos, depósitos y morosidad (noviembre).</p> <p><b>27</b> España: encuesta de población activa (4T). Portugal: valor tasado de la vivienda (diciembre).</p> <p><b>27-28</b> Comité de Mercado Abierto de la Fed.</p> <p><b>29</b> Eurozona: índice de sentimiento económico (enero). EE. UU.: PIB (4T).</p> <p><b>30</b> España: avance del PIB (4T). España: avance del IPC (enero). Portugal: avance del PIB (4T). Portugal: avance del IPC (enero). Portugal: ejecución presupuestaria (diciembre). Portugal: actividad turística (diciembre). Eurozona: PIB de la eurozona (4T).</p>	<p><b>2</b> Portugal: producción industrial (diciembre).</p> <p><b>3</b> España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).</p> <p><b>4</b> Portugal: empleo y desempleo (4T). Eurozona: avance del IPC (enero).</p> <p><b>5</b> Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.</p> <p><b>6</b> España: producción industrial (diciembre).</p> <p><b>9</b> Portugal: comercio internacional (diciembre).</p> <p><b>13</b> Portugal: salario bruto mensual medio por trabajador (4T).</p> <p><b>16</b> Japón: PIB (4T).</p> <p><b>19</b> España: comercio exterior (diciembre).</p> <p><b>25</b> España: créditos, depósitos y morosidad (diciembre).</p> <p><b>27</b> España: avance del IPC (febrero). España: balanza de pagos (diciembre). Eurozona: índice de sentimiento económico (febrero). Portugal: desglose del PIB (4T). Portugal: avance del IPC (febrero).</p>

## Las claves de la economía española en 2026

La acelerada e imprevisible reconfiguración del orden geopolítico mundial no da tregua y obliga a reevaluar constantemente la situación en la que se encuentra cada economía. ¿Cuál es el punto de partida, cuáles son las fortalezas y los puntos de apoyo, y cuáles las debilidades o los aspectos a reconducir para reforzar la resiliencia? En el frágil e incierto contexto internacional, reforzar este último aspecto parece más necesario que nunca. La valoración global de la situación de la economía española es relativamente positiva, especialmente en lo que se refiere a la dinámica más reciente, pero siguen presentes importantes desafíos a superar para poder sostener esta tendencia a medio plazo.

La economía española despidió 2025 con registros dinámicos y mejor de lo esperado. La generación de empleo mantuvo un buen ritmo de crecimiento, acelerando el paso respecto a los trimestres anteriores. El consumo de los hogares también anotó un avance notable, especialmente en el tramo final del año, durante la campaña de Navidad. Así lo atestigua el monitor de consumo en tiempo real de CaixaBank Research, que recoge un crecimiento del consumo doméstico del 5,5% en diciembre, lo que representa una aceleración de más de 2 p. p. respecto al 3T. Esta aceleración ha sido impulsada, sobre todo, por el aumento del e-commerce, que ha registrado un destacable crecimiento del 25% interanual en diciembre. La inversión de las empresas también se ha sumado al ciclo expansivo de la economía española, y las exportaciones, a pesar del difícil contexto internacional, mantienen un ritmo de crecimiento positivo gracias al dinamismo de las partidas de servicios, tanto las turísticas como las no turísticas.

El modelo de *nowcasting* de CaixaBank Research, que estima el crecimiento del PIB a corto plazo a partir de la información de distintos indicadores de alta frecuencia, apunta a un crecimiento en el 4T 2025 del 0,8% intertrimestral. Se trata de un registro ligeramente superior al de los trimestres precedentes y también mejor de lo esperado en el escenario de previsiones de CaixaBank Research. De confirmarse, la economía española se situaría en un buen punto de partida para encarar 2026, y probablemente nos obligaría a revisar al alza las previsiones de crecimiento para este año, actualmente en el 2,1%.

Más allá del punto de partida, hay varios factores que previsiblemente seguirán impulsando la economía en los próximos trimestres, especialmente a través del consumo de los hogares y la inversión. La reducción de los tipos de

interés que el BCE llevó a cabo hasta mediados del año pasado seguirá ejerciendo un impacto positivo en los próximos trimestres. Por su parte, la ejecución de los fondos europeos, que en 2026 afronta su recta final, ayudará a que la inversión mantenga un ritmo de crecimiento destacable. Asimismo, el crecimiento demográfico, impulsado por los flujos migratorios, previsiblemente seguirá apoyando el empleo y el consumo.

Ahora bien, no todo son vientos de cola. El contexto internacional no es favorable. Los principales socios comerciales de España presentan un ritmo de crecimiento modesto y la incertidumbre que genera la reconfiguración del orden geopolítico, con sus implicaciones en múltiples ámbitos, también frena la actividad.

En clave interna, destaca el desequilibrio creciente en el sector inmobiliario. El fuerte crecimiento de la demanda de vivienda no va acompañado de un aumento de la oferta. El déficit de vivienda sigue incrementándose, especialmente en las zonas de mayor demanda, como en Madrid y Barcelona. A modo de referencia, en estas dos ciudades los visados de obra nueva sumaron alrededor de 17.000 y 11.000 en los 12 meses hasta septiembre, mientras que el número de hogares aumentó en 43.000 y 18.000, respectivamente (datos a nivel de provincia). La diferencia entre oferta y demanda es importante y continúa ampliándose, ya que los visados de obra nueva presentan un descenso interanual superior al 10% en ambos sitios. Esta situación sigue presionando los precios al alza y dificultando el acceso a la vivienda, especialmente para los colectivos más vulnerables.

Impulsar el crecimiento de la productividad es el segundo gran desafío al que la economía española debe hacer frente. Tal y como se recoge en el Dossier que acompaña a este *Informe Mensual*, todas las comunidades autónomas (CC. AA.) cuentan con algunas dimensiones en las que pueden apoyarse para seguir mejorando su productividad, y también con ciertas áreas en las que se encuentran en desventaja. Ninguna de ellas es insalvable: si se corrigen, la capacidad de crecimiento de sus economías mejorará y también lo hará su resiliencia. Del estudio se desprende, además, la importancia de los factores geográficos: estar cerca de una región productiva facilita el progreso de ambas regiones, y viceversa. Por ello, si el esfuerzo es conjunto entre todas las CC. AA., la probabilidad de éxito será aún mayor y ayudará a fortalecer las perspectivas económicas de España, no solo en 2026, sino también a medio plazo.

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	3,71	3,10
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,48	3,10
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	3,51	3,50
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,14	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	1,92	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	2,14	2,11
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,27	2,18
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	2,13	1,99
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,84	2,80
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,39	2,73
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,64	3,04
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,28	3,60
Prima de riesgo	11	164	85	98	68	45	80
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,16	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	3,14	3,50
Prima de riesgo	19	314	82	63	46	31	70
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,17	1,20
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,87	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	182,71	168,00
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	61,6	65,3
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	63,9	70,9	69,8	52,6	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	2,6	1,0	1,3	1,1	0,9	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	1,1	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>	<b>6,3</b>	<b>4,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>
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	3,1	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	4,1	3,7	3,5	0,2	3,0	3,5	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	2,3	2,1
Francia	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	0,9	1,7
Italia	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,7	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	2,7	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>	<b>6,9</b>	<b>5,5</b>	<b>6,8</b>	<b>8,0</b>	<b>7,7</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>
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	34,9	26,1
Polonia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	3,5	3,2

**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	2,7	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	2,7	5,5
Bienes de equipo	3,3	2,7	5,5	8,6	8,0	—	—
Construcción	-1,4	-2,4	2,6	4,5	3,0	—	—
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	2,2	2,9	3,4	2,9
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	0,6	2,2	0,6	0,9
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,1	2,0	3,3	2,5	2,5
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,3	0,5	-0,1	-1,2

Previsiones

## La geopolítica no laстра el apetito por el riesgo de los mercados

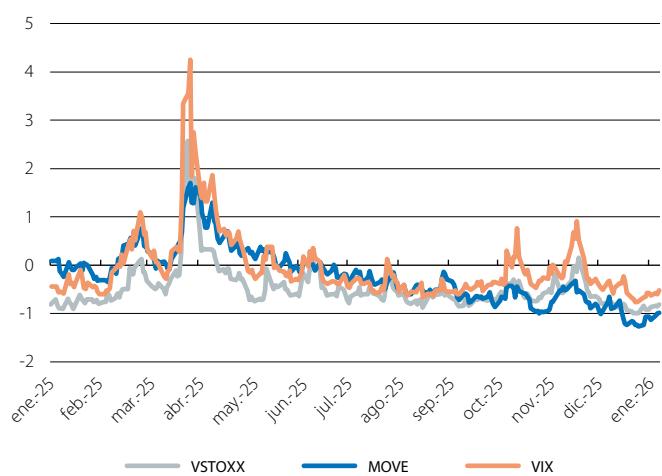
**Diciembre cerró un año de resiliencia económica y elevado apetito por el riesgo.** El paulatino descenso de la volatilidad en los principales activos desde el shock arancelario de abril se prolongó en diciembre, paralelamente a una mejora de la liquidez en EE. UU. (apoyada en el fin de la reducción de balance de la Fed) y a una relajación en las condiciones financieras. Con todo, persisten riesgos ligados a la geopolítica y a la concentración de inversiones en inteligencia artificial (IA), que siguen condicionando la percepción de riesgo en los mercados globales. El apetito inversor se recuperó en diciembre tras el buen dato de inflación en EE. UU. en noviembre, y, posteriormente, tras el recorte de tipos de la Fed y un sólido dato del PIB de EE. UU. en el 3T 2025. Los principales índices bursátiles prolongaron el *rally* iniciado en noviembre, pese a la rotación sectorial desde el sector tecnológico estadounidense, mientras que los tipos soberanos a largo repuntaron. En divisas, el euro consolidó su apreciación en el año, en tanto que, en materias primas, el petróleo cerró a la baja hasta mínimos de los últimos cuatro años, en un mercado dominado por la sobreoferta, y con los inversores haciendo una lectura de medio plazo de la situación en Venezuela ( posible recuperación de la producción venezolana). Además, los metales preciosos vivieron un *rally* histórico no exento de baches.

**Sin sorpresas de los bancos centrales.** En diciembre, la Fed acometió su tercer recorte del año y llevó los tipos hasta el rango 3,50%-3,75%. Su presidente, Jerome Powell, sugirió una pausa de aquí en adelante, señalando que la política monetaria ha entrado en el rango de lo que podría considerarse un terreno neutral, y deja a la Fed en una buena posición para «esperar y ver» cómo evoluciona la economía. Con todo, el mercado continúa descontando dos recortes adicionales en 2026 (*fed funds* en el 3,00%-3,25%), apoyado en unas previsiones de crecimiento revisadas al alza y una inflación convergente al objetivo a medio plazo. En la eurozona, el BCE mantuvo el tipo *depo* en el 2,00%, reiterando su enfoque «reunión a reunión» y presentando un cuadro macro más optimista, con un mayor crecimiento del PIB y una inflación más cerca del objetivo. La presidenta Christine Lagarde subrayó la inercia de los precios de servicios y los riesgos geopolíticos, mientras que Isabel Schnabel, de la Junta de Gobierno, mandó mensajes con cierto sesgo tensionador. El mercado descuenta estabilidad en los próximos trimestres. Por otro lado, el Banco de Inglaterra recortó en 25 p. b. hasta el 3,75% por la paulatina desinflación mientras el Banco de Japón (BoJ) elevó tipos al 0,75%, máximos en 30 años, anticipando más subidas en 2026.

**Repunte generalizado en los tipos soberanos a largo plazo y aumento de pendientes.** Los tipos soberanos de medio y largo plazo de las economías desarrolladas aumentaron al cierre de 2025, empujados por los mensajes de los bancos centrales (señales de pausa en la Fed, algunos comentarios tensionadores entre miembros del BCE) y por los datos positivos de actividad económica. En cambio, los tipos de interés de corto plazo se mantuvieron más estables o flexionaron ligeramente a la baja, lo que resultó en un aumento de la pendiente de las curvas. Por otro lado, las primas soberanas de la periferia de la eurozona se estrecharon, prolongando también la tendencia del año (Italia cerca

### Volatilidad en las principales clases de activos

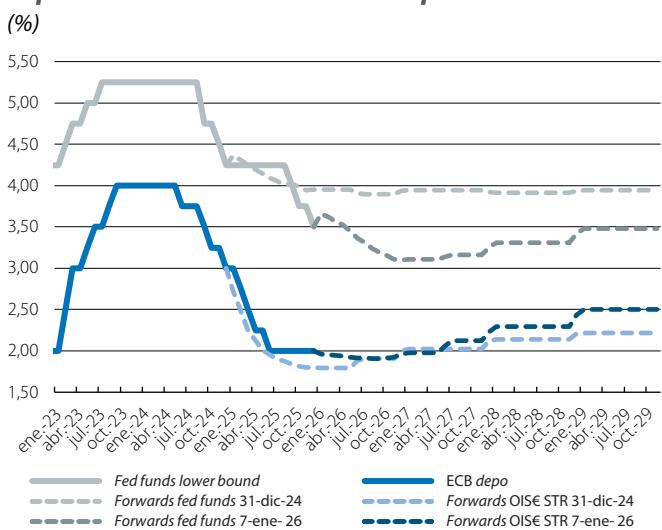
Puntuación zeta (desviaciones típicas respecto a la media histórica)



Nota: La serie VStoxx empieza en 1999, la de MOVE en 1988 y la de VIX en 1990.

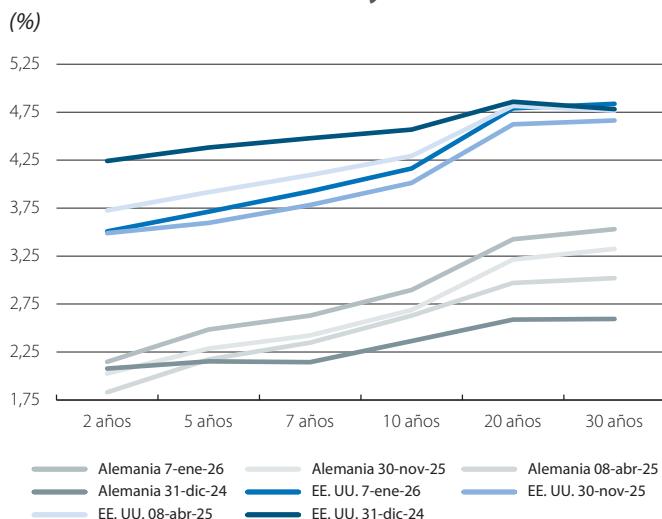
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Expectativas de mercado sobre tipos de interés (%)



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

### Curvas soberanas de EE. UU. y Alemania (%)



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

de -50 p. b. en 2025, España casi -30 p. b.). Por último, la subida de tipos del BoJ desplazó la curva japonesa hacia arriba con intensidad (cerca de 30 p. b. la referencia a 10 años desde finales de noviembre).

#### Ganancias en bolsa pese a la cautela por la inversión en IA.

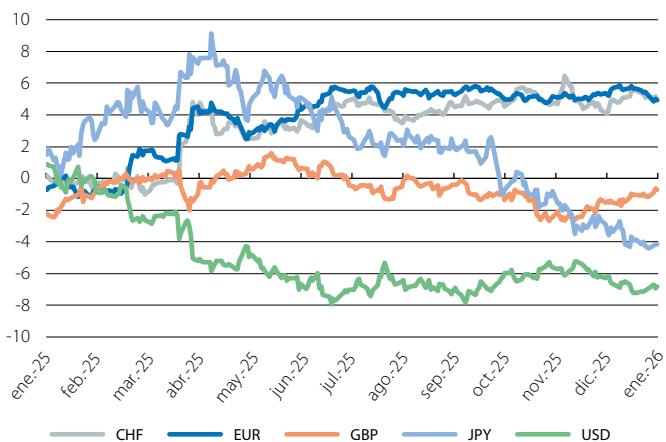
Diciembre cerró el tercer año consecutivo de avances en las principales bolsas mundiales con un mes de ganancias (MSCI ACWI Global más del 20% en 2025). En EE. UU., la cautela por las elevadas inversiones en IA lastró los índices tecnológicos en diciembre, aunque otros sectores, como el financiero, lograron avances apoyados en la fortaleza de la economía. En Europa, también hubo ganancias generalizadas en el mes, aunque con cierta disparidad regional: el CAC francés avanzó solo ligeramente, y los mayores avances se dieron en los índices italiano y español –y muy en particular este último– por el buen desempeño de los bancos. También la bolsa de Japón cerró un mes (y un año) de ganancias, gracias al buen desempeño del sector tecnológico, a la debilidad del yen y a los planes de estímulo del Gobierno. El tono positivo también se impuso entre las bolsas de las economías emergentes, con avances anuales superiores al 30% en el conjunto del bloque y notables incrementos tanto en Asia emergente como en América Latina.

**El euro consolida su apreciación anual en diciembre.** El tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro avanzó levemente en el mes (0,1% la referencia del BCE frente a un grupo extendido de países) para consolidar una apreciación algo superior al 5% en el año. Con todo, en diciembre, el euro consolidó su apreciación frente al dólar estadounidense (hasta alrededor de los 1,17-1,18 dólares por euro), mientras que aflojó algo frente a la fortaleza de las divisas más expuestas a las materias primas mineras (divisas latinoamericanas o el dólar australiano) y la de otras divisas europeas (libra esterlina o corona sueca). Por su parte, el yen encadenó otro mes de depreciación de su tipo de cambio efectivo nominal (aunque se mantuvo prácticamente plano frente al dólar) a pesar de las expectativas de que el BoJ siga subiendo tipos en 2026 (los mercados monetarios cotizan entre una y dos subidas más).

**Los bienes energéticos se abaratan en Europa, mientras que los metales extienden su rally.** El petróleo inició el último mes del año con ligeros repuntes por tensiones geopolíticas, pero corrigió ante previsiones de sobreoferta y la posible vuelta de Rusia al mercado. A inicios de 2026, también la perspectiva de una eventual vuelta del crudo venezolano (sin sanciones de EE. UU., y cuando se recuperase la capacidad productiva) dejaron el barril de Brent en torno a los 60 dólares, mínimos desde 2021. También la referencia europea de gas natural prolongó su tendencia bajista, en un contexto de normalización tras la crisis energética de 2022 (cerca del -40% en el año), en un contexto de abundante oferta y señales de débil demanda asiática. Los metales preciosos volvieron a ser protagonistas, en particular la plata, que registró una fuerte subida en diciembre (casi un +30%), aunque no exenta de volatilidad. El comportamiento excepcional de los metales preciosos en el año se explicó por la elevada incertidumbre del entorno geopolítico y económico en el conjunto del año, además de unas mayores compras de bancos centrales, desequilibrios estructurales de oferta y demanda o la depreciación del dólar. Entre los metales industriales, el cobre y el níquel repuntaron intensamente por las expectativas de estímulo en China.

#### Tipo de cambio efectivo nominal de las principales divisas

Variación desde el 31/12/2024 (%)

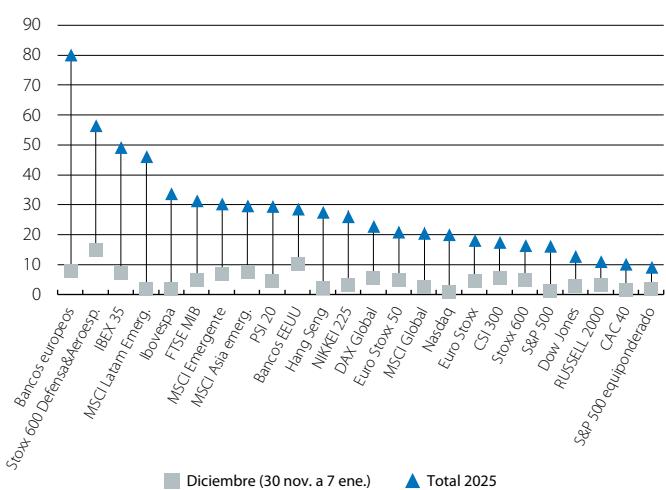


Nota: Tipo de cambio efectivo nominal frente a un grupo extendido de países.

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

#### Desempeño principales índices bursátiles

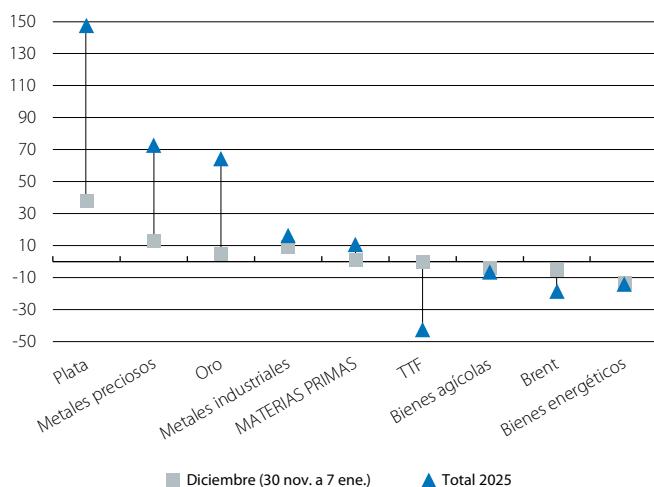
(%)



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

#### Desempeño principales materias primas

(%)



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

**Tipos de interés (%)**

	31-diciembre	30-noviembre	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	-100,0
Euríbor 3 meses	2,03	2,06	-3	-68,8	-65,2
Euríbor 12 meses	2,24	2,21	3	-21,7	-21,1
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,01	1,97	4	-23,1	-22,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,12	2,03	9	4,0	4,0
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,86	2,69	17	48,8	48,8
Deuda pública a 10 años (España)	3,29	3,16	12	22,7	22,7
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,15	3,01	15	30,2	30,2
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite inferior)	3,50	3,75	-25	-75,0	-75,0
SOFR 3 meses	3,65	3,79	-14	-65,3	-65,9
Deuda pública a 1 año	3,47	3,59	-12	-67,3	-68,4
Deuda pública a 2 años	3,47	3,49	-2	-76,9	-76,9
Deuda pública a 10 años	4,17	4,01	15	-40,2	-36,6

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

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	53	-2	-7,1	-7,2
Itraxx Financiero Sénior	54	57	-2	-9,4	-9,6
Itraxx Financiero Subordinado	93	97	-4	-19,2	-20,1

**Tipos de cambio**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,175	1,160	1,3	13,4	12,9
EUR/JPY (yenes por euro)	184,010	181,160	1,6	13,0	12,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,872	0,876	-0,5	5,3	5,1
USD/JPY (yenes por dólar)	156,710	156,180	0,3	-0,3	-0,1

**Materias primas**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
Índice Bloomberg de materias primas	109,7	110,4	-0,7	11,1	10,9
Brent (\$/barril)	60,9	63,2	-3,7	-18,5	-18,2
Oro (\$/onza)	4.319,4	4.239,4	1,9	64,6	65,7

**Renta variable**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.845,5	6.849,1	-0,1	16,4	15,9
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.791,4	5.668,2	2,2	18,3	18,9
Ibex 35 (España)	17.307,8	16.371,6	5,7	49,3	50,0
PSI 20 (Portugal)	8.263,7	8.110,7	1,9	29,6	29,8
Nikkei 225 (Japón)	50.339,5	50.253,9	0,2	26,2	26,2
MSCI emergentes	1.404,4	1.366,9	2,7	30,6	30,2

## La economía mundial, de la resistencia al asentamiento

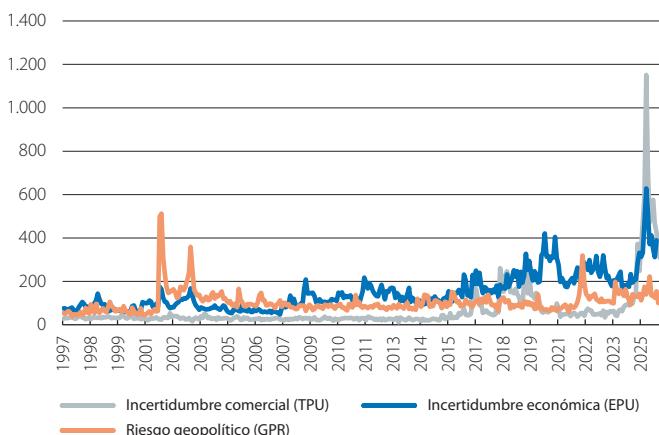
**La economía internacional, resistente a los aranceles y la incertidumbre.** El año 2025 estuvo marcado por la incertidumbre geopolítica y económica, con el aumento de los aranceles aplicado por la Administración de EE. UU. como principal detonante (con gravámenes generales a países y tarifas sectoriales sobre productos como acero y automóviles). La incertidumbre siguió acentuada por la prevalencia de conflictos militares y geopolíticos, como en Oriente Medio y Ucrania, y por la reconfiguración de las relaciones internacionales, con el acicate de la diplomacia transaccional de la Administración Trump. Pese a este contexto, y a la fuerte volatilidad en los mercados financieros durante el primer tramo de 2025, la economía internacional se mostró más resistente de lo inicialmente previsto. Los factores de apoyo han sido diversos: la capacidad de adaptación de los agentes privados, la consecución de acuerdos que evitaron escenarios extremos, la transmisión gradual de los aranceles sin generar impactos abruptos en inflación, la reorientación comercial de China hacia otros mercados, la distensión monetaria en distintas economías y el impulso derivado de un dólar más débil para la mayoría de las economías emergentes, además de unos precios energéticos relativamente contenidos.

**2026, año de asentarse al nuevo entorno.** Las disruptivas vividas en 2025 han dejado paso a un nuevo entorno al que la economía internacional deberá asentarse en 2026, con mayores barreras de entrada al mercado estadounidense, cierta reconfiguración de los flujos comerciales y de las alianzas tradicionales y, además, con una aceleración de la carrera por la inteligencia artificial (IA). Todo ello con la persistencia de incertidumbres, desde la continuidad o el fin de la guerra en Ucrania hasta la robustez o fragilidad de los acuerdos comerciales de EE. UU. (entre otros, pendientes del Tribunal Supremo). Pasando por el debate entre las promesas y los temores de la IA, con su derivada financiera en las elevadas valoraciones bursátiles, los fuertes planes de gasto y ciertas dudas en los mercados sobre si las inversiones podrán rentabilizarse a tiempo. Sin olvidar las presiones fiscales, con las cuentas públicas de grandes economías como EE. UU. o Francia en deterioro, pero también abriendo una ventana de oportunidad a la revigorización económica en países como Alemania.

**Datos de PIB resistentes a los cambios de expectativas.** A pesar de la volatilidad, los datos sugieren que el PIB mundial habrá sido capaz de alcanzar un crecimiento cercano, aunque algo inferior, al 3,3% que registró en 2024, y con mejores cifras de lo esperado en las tres grandes economías internacionales. La digestión de los últimos datos ha llevado al consenso de analistas a estimar que, en 2025, el PIB de China habría crecido casi al mismo ritmo que en 2024 (5%), mientras que la eurozona habría acelerado hasta el 1,4% (+0,6 p. p.) y EE. UU. habría conseguido mitigar la desaceleración del PIB y acercarse a un crecimiento del 2% en el conjunto del año. Eso sí, las estadísticas no han escapado a la volatilidad: la acumulación de existencias previa a los aranceles provocó un auge importador y una caída del PIB de EE. UU. en el 1T, y espolié las exportaciones del resto de grandes economías; este efecto se deshizo en el 2T y en el 3T, apoyando un rebote del PIB estadounidense y enfriando el crecimiento en el resto de las regiones. Pasada esta volatilidad, los indicadores apuntan a un desempeño de la actividad generalmente positivo en el tramo final de 2025.

### Global: incertidumbre y riesgo geopolítico

#### Índice

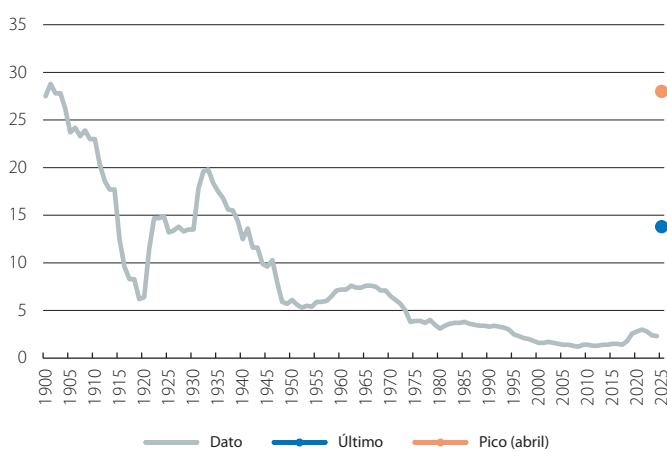


**Nota:** Los índices se construyen a partir de la frecuencia de artículos de prensa relacionados con la incertidumbre económica y comercial y el riesgo geopolítico.

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

### EE. UU.: arancel medio efectivo

(%)

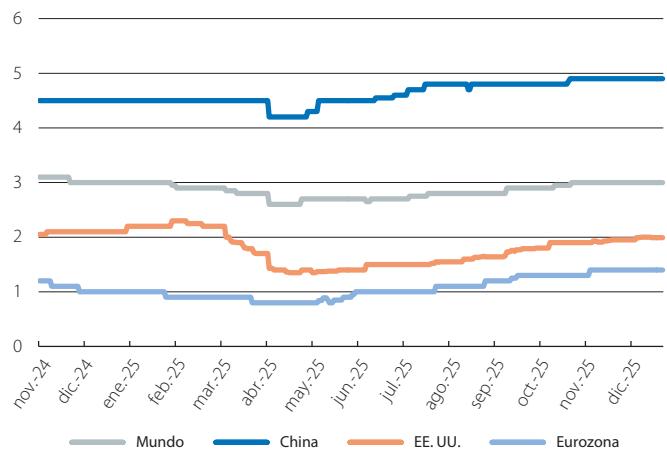


**Nota:** El arancel de 2025 es una estimación bajo plena implementación y patrones comerciales normalizados.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y datos de USTIC.

### Evolución de las expectativas del consenso: PIB 2025

Variación anual (%)



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

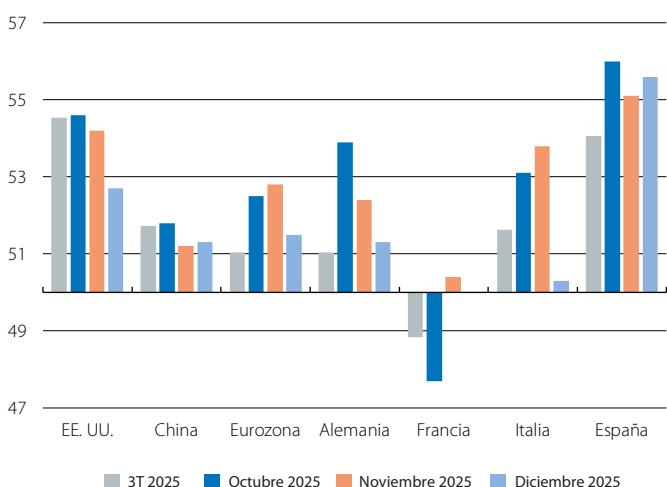
**La eurozona insinúa una mejora.** Los indicadores de actividad PMI mejoraron en el último trimestre y, aunque los registros no dejaron de ser modestos, llegaron a máximos de casi tres años. En concreto, el PMI compuesto alcanzó los 52,3 puntos en el promedio del 4T 2025 (51,5 en diciembre) gracias al impulso del sector servicios (53,0 puntos en el 4T, 52,4 en diciembre), mientras que las manufacturas siguieron estancadas (49,5 en el 4T, 48,8 en diciembre). Por países, se mantuvo una heterogeneidad notable y Francia continuó a la cola (Alemania, 52,5 puntos en el 4T; Francia, 49,4; Italia, 52,4; y España, 55,6), si bien las cuatro economías mejoraron respecto al 3T. También aumentó ligeramente la confianza de los consumidores (-14,3 puntos en el 4T), aunque su nivel sigue siendo bajo y contribuye a una elevada tasa de ahorro de los hogares (15,5% en el 2T) y a un crecimiento modesto del consumo (ventas minoristas +1,5% interanual en octubre) a pesar de que el mercado laboral sigue sólido (desempleo estable en el 6,4% desde mediados de 2025, muy cerca del mínimo del 6,2% registrado en noviembre de 2024). Por su parte, la inflación se mantuvo cerca del objetivo del BCE, con un IPCA general avanzando un 2,0% en diciembre y una inflación núcleo que, todavía presionada por algunas inercias en los precios de los servicios, se situó en el 2,3%.

**En EE. UU., el fin del cierre gubernamental no termina con la niebla de los datos.** El PIB del 3T 2025 no se conoció hasta finales de diciembre, y dibujó una actividad robusta (+1,1% intertrimestral y +2,3 interanual), con un fuerte empuje del consumo (+0,9% intertrimestral) y una inversión dual (inversión fija no residencial +0,7% intertrimestral, aupada por propiedad intelectual y equipamiento, vs. residencial -1,3%). En los últimos meses de 2025, los indicadores también apuntan a una actividad dinámica a pesar del cierre gubernamental. El PMI compuesto se situó en los 52,7 puntos en diciembre, una cifra positiva, aunque menos boyante que los 54,2 de noviembre, y los trackers de las Fed de Atlanta y Nueva York estiman un avance del PIB entre el 0,5% y 0,7% intertrimestral en el 4T. Aunque en el mercado laboral se perdieron 41.000 empleos en el conjunto de octubre y noviembre, la caída estuvo muy condicionada por la salida de unos 150.000 trabajadores públicos que habían aceptado las ofertas de dimisión promovidas a principios de año por la Administración Trump. La tasa de paro subió hasta el 4,6% en noviembre (máximo de cuatro años), pero el aumento refleja un crecimiento de la participación laboral. Por su parte, las últimas cifras de inflación, con una moderación significativa y relativamente abrupta (inflación general del 2,7% interanual y núcleo del 2,6% en noviembre, -0,3 p. p. y -0,4 p. p. frente a septiembre), deben interpretarse con cautela por los problemas de recolección de datos derivados del cierre gubernamental entre el 1 de octubre y el 12 de noviembre.

**Desaceleración de China en el tramo final de 2025.** Las ventas minoristas se desaceleraron hasta el 1,3% interanual en noviembre (2,9% en octubre, 3,4% en el 3T), mientras que la producción industrial avanzó un 4,8% (4,9% en octubre, 5,8% en el 3T), su ritmo más lento desde verano de 2024. Por su parte, el PMI compuesto se situó en los 51,3 puntos en diciembre, prácticamente el mismo registro que en noviembre y algo inferior a los 51,7 del promedio del 3T. Todas estas cifras se enmarcan en un contexto de persistente crisis inmobiliaria, ralentización del impulso fiscal y debilidad de la demanda interna, anticipando un 2026 de ralentización en la economía china.

## PMI compuesto

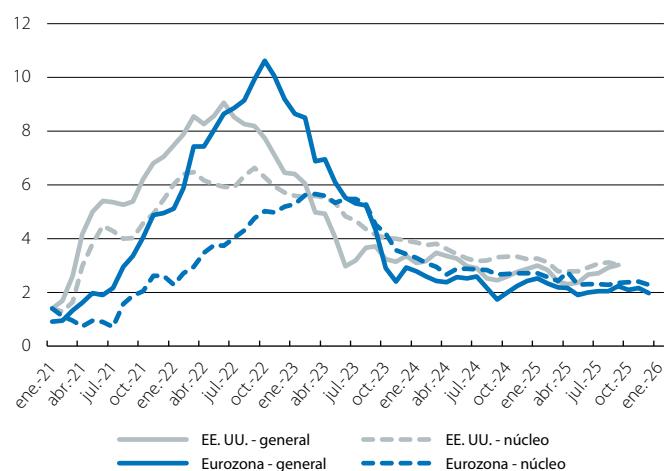
### Índice



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

## Economías avanzadas: IPC

### Variación interanual (%)

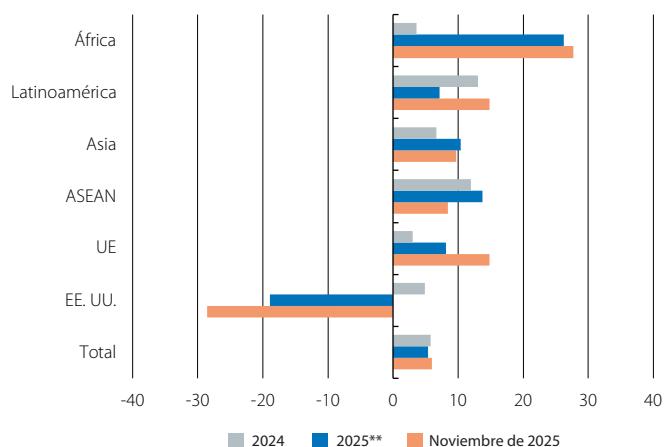


Notas: IPC armonizado para la eurozona. No hay dato de octubre de 2025 para EE. UU.

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

## China: exportaciones\*

### Variación interanual (%)



Notas: \* Exportaciones de bienes en dólares. \*\* 2025 corresponde al acumulado de enero de 2025 a noviembre de 2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Aduanas de China.

## Caracterización del ciclo económico en la UE: ni transversal, ni robusto

La recuperación vigorosa de la economía europea tras la pandemia ha dado paso en los últimos años –en un contexto geopolítico más hostil– a una situación de crecimiento débil. Sin embargo, esta caracterización no es homogénea ni en su composición geográfica ni sectorial. Así, mientras la atonía es muy acusada en Alemania o Italia, la en otro tiempo denominada «periferia europea» mantiene un notable dinamismo encabezada por España y Portugal. Un contraste similar encontramos entre el comportamiento más errático de actividades agrícolas, manufactureras y de construcción –con mayor exposición a los *shocks* recientes– y el creciente peso en la economía de servicios cualificados apoyados en tendencias favorables de fondo como la transformación digital.

### Heterogeneidad sectorial: vulnerabilidad industrial e impulso tecnológico

El conjunto de la UE mantuvo un notable dinamismo de la actividad hasta mediados de 2022, momento en el que la invasión de Ucrania desencadenó un *shock* negativo en múltiples frentes, cuyas consecuencias se han prolongado hasta hace pocos trimestres: incremento del riesgo con afectación particular en zonas limítrofes a las del conflicto, impacto vía canal comercial para las economías con mayores vínculos con Ucrania y/o Rusia, encarecimiento de la energía, productos e insumos agrícolas y materiales de construcción, y el endurecimiento de las condiciones monetarias por la mayor inflación.

Por sectores (véase la primera tabla), los más afectados fueron el agrícola, también dañado por episodios meteo-

rológicos adversos; las manufacturas, con una contracción liderada por la industria intensiva en energía y afectada después por el proteccionismo comercial; el de construcción, sensible al coste de financiación y que venía de un fuerte impulso pospandemia; el que engloba actividades logísticas y de hostelería, incluyendo el impacto negativo del conflicto en el turismo del Este europeo;<sup>1</sup> y el de servicios financieros, lastrado por la menor actividad crediticia en términos reales y en contraste con la mejoría nominal de los márgenes.

Por el contrario, otros sectores menos vulnerables al *shock* de Ucrania han mantenido un dinamismo continuado en los últimos años, entre los que destacan los servicios de tecnologías de la información y la comunicación (TIC), con crecimientos anualizados cercanos al 4%; y las actividades profesionales, técnicas y científicas, entre las que se incluye la innovación y el desarrollo de software informático.

### Heterogeneidad geográfica: el crecimiento se desplaza a la «periferia europea»

La caracterización sectorial de la UE puede trasladarse en términos generales al comportamiento relativo dentro de los Estados miembros, si bien cabe destacar diferentes intensidades por territorios (véase la segunda tabla con datos para las 15 mayores economías). Considerando el conjunto de actividades económicas, los países con un mayor crecimiento desde finales de 2022 son Irlanda, España, Dinamarca y Portugal –con tasas que más que duplican el avance promedio de la UE–, dinamismo que

### Valor añadido bruto por sectores en la UE (2021–2025)

Variación trimestral en términos reales

	2021				2022				2023				2024				2025		
	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T
<b>TOTAL</b>	1,1	1,8	1,9	1,0	0,8	0,9	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,3	0,4
A – Agricultura	1,8	0,8	-0,1	-1,3	-0,4	-0,7	0,3	-0,6	0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,7	1,1	1,1	-1,1	0,6
C – Manufacturas	2,2	0,4	0,3	1,1	2,4	0,4	1,0	0,0	-0,9	-0,7	-0,9	-0,2	-0,9	0,5	0,3	0,3	1,8	0,6	0,4
F – Construcción	-2,1	2,5	-0,1	1,1	-0,4	-0,8	-0,8	0,2	2,7	-0,7	-0,3	0,2	-0,6	-0,3	-0,5	-0,2	1,1	0,0	0,1
G, H e I – Comercio, transporte y hostelería	1,0	4,1	5,6	1,8	1,0	2,1	0,4	-0,8	-0,1	-0,3	0,5	-0,2	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5
J – Información y comunicación	4,4	2,7	0,6	3,3	0,0	1,6	2,9	0,1	2,0	1,7	1,1	0,8	0,0	0,4	1,6	0,8	0,9	0,4	1,1
K – Servicios financieros	2,4	1,7	1,0	-0,4	-1,0	0,1	-0,7	0,6	-2,2	0,1	0,2	-0,4	2,0	-0,2	-0,1	0,3	0,1	-0,5	0,8
L – Actividades inmobiliarias	-0,4	0,8	1,0	1,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,2	0,7	0,4	0,3	0,1	0,4	0,2	0,1	0,2
M y N – Servicios profesionales	2,2	2,5	2,3	1,6	1,8	0,9	0,7	0,5	0,5	0,4	0,9	0,6	0,0	0,9	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4
O, P y Q – Administración pública	0,9	0,6	1,3	-0,2	1,3	0,4	0,3	0,3	0,1	0,2	0,1	0,4	0,5	0,6	0,2	0,7	0,1	0,3	0,4
R, S, T y U – Entretenimiento y otros servicios	0,6	4,7	9,4	-0,7	6,2	5,1	1,8	-0,5	1,3	0,8	0,8	-0,9	0,9	0,6	1,5	-0,8	0,2	0,3	0,4

**Notas:** Datos en euros ajustados por estacionalidad y calendario. Secciones individuales o agrupaciones NACE, excluidas la minería (B) y utilities (D&E).

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

1. Véase el Focus [«El turismo europeo tras la pandemia: recuperación desigual y nuevos desafíos»](#) en el IM10/2025.

**Valor añadido bruto por sectores en los principales países de la UE\***

Variación trimestral promedio en términos reales

	UE	Alemania	Francia	Italia	España	P. Bajos	Polonia	Irlanda	Bélgica	Suecia	Austria	Dinamarca	Rumanía	R. Checa	Finlandia	Portugal	Grecia
<b>TOTAL</b>	0,3	-0,1	0,4	0,1	0,8	0,1	0,5	1,0	0,3	0,3	-0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	0,6	0,4
A – Agricultura	0,0	-1,1	-0,6	-0,2	1,7	-0,5	1,2	0,2	0,8	-1,3	-0,2	-2,9	0,8	2,0	-1,3	0,1	-1,1
C – Manufacturas	0,0	-0,6	0,6	-0,1	0,4	0,1	0,7	0,8	-0,4	-0,4	-0,6	3,7	0,1	0,0	0,3	0,2	1,3
F – Construcción	0,1	-0,8	0,3	1,2	0,8	0,1	-0,6	1,1	0,5	-0,4	-0,8	-1,5	2,3	1,1	-1,7	0,9	3,3
G, H e I – Comercio, transporte y hostelería	0,2	-0,2	0,0	-0,1	1,2	0,2	0,5	0,7	0,0	0,5	-0,8	0,0	0,3	0,4	-0,7	0,6	0,1
J – Información y comunicación	0,9	0,8	0,8	0,5	1,1	0,4	-0,1	2,1	0,7	0,7	0,5	1,6	0,5	1,6	0,8	1,0	0,8
K – Servicios financieros	0,1	-0,3	0,0	-0,3	0,4	-0,4	0,2	2,8	0,0	0,0	0,0	0,7	1,1	0,6	-0,9	0,7	1,3
L – Actividades inmobiliarias	0,4	0,3	0,2	0,4	0,7	0,2	0,5	1,0	0,3	0,8	0,5	0,1	-0,2	0,0	0,3	0,1	0,0
M y N – Servicios profesionales	0,4	0,1	0,6	0,5	0,9	0,2	1,0	0,6	0,6	1,1	-0,4	0,7	-0,6	0,5	0,1	0,7	0,3
O, P y Q – Administración pública	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,8	0,5	1,1	0,5	0,4	0,3	0,7	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1
R, S, T y U – Entretenimiento y otros servicios	0,4	0,1	0,5	0,4	0,4	0,2	1,6	-0,1	0,4	0,5	-0,1	0,5	3,5	0,2	-0,4	1,2	1,0

*Notas: \*Promedio del periodo entre el 4T 2022 y el 3T 2025. Datos en euros ajustados por estacionalidad y calendario. Secciones individuales o agrupaciones NACE, excluidas la minería (B) y utilities (D&E).**Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

contrasta con la ligera contracción en Alemania y Austria, y el práctico estancamiento en Italia, Países Bajos y Finlandia.

En el grupo de cabeza hay que subrayar la transversalidad del crecimiento en España y Portugal, países en los que todos los sectores han registrado un incremento del valor añadido hasta el 3T 2025. El dinamismo económico tiene también una amplia base en Irlanda, aunque con un protagonismo destacado para los servicios TIC y financieros, mientras que está mucho más concentrado en Dinamarca, donde la industria farmacéutica y las actividades relacionadas de innovación han tenido una contribución dominante.<sup>2</sup>

Respecto a las economías con peor comportamiento, la debilidad está bastante extendida entre sectores, sobre todo en Italia y Países Bajos, mientras que destaca la acusada vulnerabilidad de algunas actividades en Alemania, Austria y Finlandia a los shocks antes comentados (principalmente agricultura, manufacturas, construcción, logística y hostelería). Cabe resaltar la excepción compartida de los servicios TIC, que incluso en los casos de Alemania y Finlandia crece cerca del promedio de la UE, así como la excepcional fortaleza de la construcción en Italia, que habría sido impulsada por el programa de apoyo a la rehabilitación de vivienda Superbonus.<sup>3</sup>

2. En una situación que recuerda al papel de Nokia en la economía finlandesa durante los años noventa, el protagonismo del crecimiento reciente en Dinamarca lo ha acaparado la compañía Novo Nordisk, que ha comercializado con gran éxito fármacos para combatir la diabetes y la obesidad.

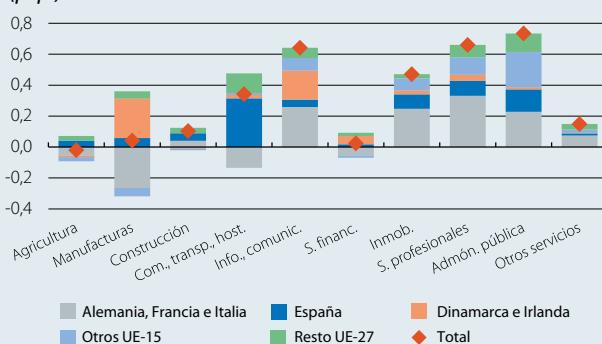
3. Véase el Focus [«Radiografía de la atonía inversora en la UE»](#) en el IM05/2025.

**¿Recomposición cíclica o estructural de la economía europea?**

Las tres mayores economías de la UE (Alemania, Francia e Italia) representan algo más del 50% del valor añadido total. Sin embargo, en los últimos tres años apenas han sido responsables del 20% del crecimiento acumulado en la UE. Además, encontramos pocos sectores en los que su elevado peso se haya trasladado a una contribución dominante, e incluso en algunas actividades han drenado crecimiento al conjunto de la economía europea, siendo el caso más paradigmático el de la contracción de la industria manufacturera en Alemania (véase el primer gráfico). En positivo quedan ejemplos aislados, como el de la notable aportación de Francia en servicios de TIC y profesionales –liderados por la actividad de consultoría y la transformación digital–.

**Contribución sector-país a la variación del VAB total de la UE\***

(p. p.)

*Notas: \*Suma de las contribuciones trimestrales entre el 4T 2022 y el 3T 2025. «Otros UE-15» incluye Países Bajos, Bélgica, Suecia, Austria, Finlandia, Portugal, Grecia y Luxemburgo. «Otros UE-27» incluye Polonia, Rumanía, Chequia, Hungría, Eslovaquia, Bulgaria, Croacia, Lituania, Eslovenia, Letonia, Chipre, Estonia y Malta.**Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

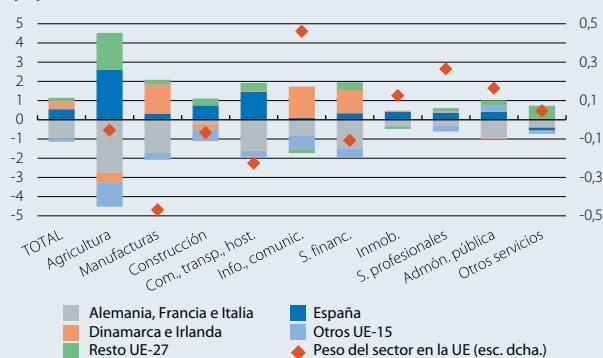
De esta forma, el motor de crecimiento de la UE presenta una cara renovada en este ciclo, que está transformando la composición del tejido productivo europeo (véase el segundo gráfico). Así, observamos cómo el dinamismo transversal de España –que explica más de la cuarta parte del crecimiento total de la UE en los últimos tres años– le ha llevado a incrementar su peso en algo más de medio punto hasta niveles no vistos desde 2010. A continuación, cabe destacar el avance de Dinamarca e Irlanda, responsables de casi el 20% del crecimiento europeo reciente (tres veces más que su peso). Como se ha señalado antes, estas economías han estado apoyadas por ventajas competitivas específicas en algunas actividades de alto crecimiento, como los servicios de TIC. Por último, también gana peso en la UE el bloque de economías del este europeo, algo lógico en la medida que deberían converger a los estándares de los miembros fundacionales. Sin embargo, su avance es contenido y está penalizado porque se concentra en actividades económicas que muestran un menor dinamismo relativo, como la agricultura, la construcción o los servicios logísticos.

Por lo tanto, aunque parte de los patrones recientes pueden leerse en clave cíclica, la evidencia acumulada apunta también a una cierta recomposición de carácter más estructural en la economía europea. El desplazamiento del dinamismo hacia sectores intensivos en conocimiento no solo refleja una respuesta coyuntural a los *shocks* recientes, sino que encarna transformaciones de fondo vinculadas a los cambios tecnológicos y al reposicionamiento europeo en las cadenas globales de valor. Esta evolución, sin embargo, no está exenta de riesgos. En primer lugar, la concentración del crecimiento en actividades específicas –como la industria farmacéutica en Dinamarca– plantea desafíos en términos de resiliencia y sostenibilidad a medio plazo. En segundo lugar, la divergencia entre países y sectores amenaza con acentuar las asimetrías internas si no se acompaña de políticas que mejoren la capacitación profesional y refuerzen la cohesión social y territorial. Y, en tercer lugar, es previsible que estos desafíos se intensifiquen conforme se prioricen los sectores estratégicos, cuyas inversiones dependen en gran medida del impulso público en un contexto de crecientes fricciones fiscales.<sup>4</sup>

David Martínez Turégano

### Cambio en el peso de países en el VAB sectorial de la UE\*

(p.p.)



**Notas:** \*Cambio acumulado entre el 4T 2022 y el 3T 2025. «Otros UE-15» incluye Países Bajos, Bélgica, Suecia, Austria, Finlandia, Portugal, Grecia y Luxemburgo. «Otros UE-27» incluye Polonia, Rumanía, Chequia, Hungría, Eslovaquia, Bulgaria, Croacia, Lituania, Eslovenia, Letonia, Chipre, Estonia y Malta.

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

4. Véase el artículo [«El dilema fiscal europeo a medio plazo»](#) en el Dossier del IM11/2025.

## El nuevo mapa de las importaciones de bienes de EE. UU.

El regreso de los aranceles como herramienta central de la política económica de EE. UU. ha marcado un punto de inflexión en 2025. Uno de los objetivos explícitos de la nueva estrategia arancelaria de la Casa Blanca es reducir el persistente déficit comercial de bienes. Sin embargo, lejos de producir un ajuste ordenado, la sucesión de anuncios y la implementación irregular de los aranceles han generado distorsiones significativas en los flujos comerciales, especialmente en las importaciones. En este contexto, los datos disponibles hasta el momento no muestran aún un cambio claro en el déficit comercial. No obstante, estas distorsiones sí están dejando huella en la composición de las importaciones por origen geográfico. A continuación, analizamos cómo han reaccionado los distintos socios comerciales y trazamos una radiografía de estos cambios.

### El comercio exterior en la era prearanceles de Trump

Antes de analizar lo ocurrido en 2025, conviene repasar algunos rasgos estructurales del comercio exterior estadounidense. En comparación con otras economías avanzadas, EE. UU. es una economía relativamente cerrada. En promedio, durante el periodo 2018-2024, las importaciones de bienes representaron el 11,6% del PIB, mientras que las exportaciones apenas alcanzaron el 7,4%. Este patrón se ha traducido en un persistente déficit comercial en la balanza de bienes, que en términos de PIB se situó en torno al 4,2% en 2024 (equivalente a unos 1,2 billones de dólares). Todo ello coexistía con un arancel medio aplicado históricamente bajo, en torno al 2%.

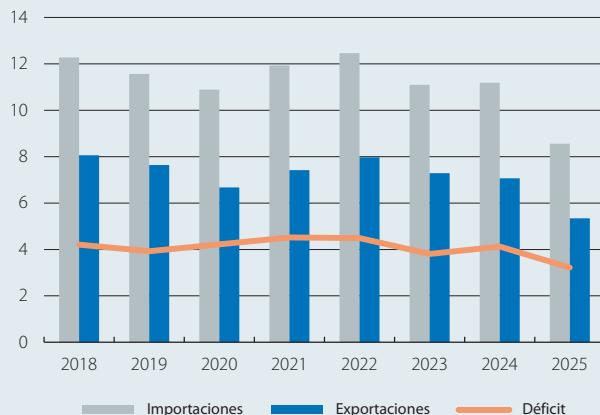
### Un año atípico para el comercio exterior estadounidense

En términos reales, las exportaciones de EE. UU. han crecido en 2025 a un ritmo del 5% interanual durante los tres primeros trimestres, una cifra comparable a la observada en los años previos. Este comportamiento relativamente dinámico puede explicarse, en parte, por la ausencia –al menos por ahora– de represalias arancelarias por parte de los principales socios comerciales de EE. UU. Además, la resiliencia de la economía global y la competitividad de algunos sectores exportadores han amortiguado el impacto negativo de la incertidumbre comercial.

El comportamiento de las importaciones ha sido, en cambio, notablemente más volátil. El primer rasgo que hay que destacar es el fuerte repunte observado en el 1T 2025. En términos interanuales, las importaciones reales aumentaron cerca de un 25% de enero a marzo, un crecimiento excepcional que respondió a un efecto de anticipación: consumidores, empresas y distribuidores adelantaron compras para acumular existencias antes de la entrada en vigor de los nuevos aranceles.

### EE. UU.: balanza comercial de bienes

(% del PIB)



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

### EE. UU.: importaciones y exportaciones reales de bienes en 2025

Variación interanual (%)



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

Este aumento fue seguido por una corrección parcial en el 2T. Las importaciones cayeron un 14% en términos intertrimestrales, aunque se mantuvieron todavía en niveles similares a los del año anterior, con un crecimiento interanual del 0,6%. Este patrón sugiere que el ajuste posterior no corrigió plenamente el acaparamiento inicial. En el 3T, las importaciones se mantuvieron estables respecto al trimestre anterior, pero con una caída del 4% en términos interanuales, lo que podría reflejar ya un impacto más directo de los aranceles sobre las decisiones de compra. No obstante, debido al importante efecto de compensación entre trimestres, el balance agregado sigue mostrando un aumento de las importaciones. En el acumulado entre enero y septiembre, las importaciones han crecido un 6% respecto al mismo periodo de 2024.

Más allá de la evolución agregada, uno de los aspectos más relevantes de 2025 ha sido el cambio en el patrón geográfico de las importaciones estadounidenses.

Las importaciones de EE. UU. están altamente concentradas por origen. Entre 2018 y 2024, los principales socios comerciales –la UE, China, Canadá, México, Japón y el Reino Unido– representaron, en promedio, prácticamente el 70% de las importaciones totales. China ha sido históricamente el principal socio comercial de EE. UU. en términos de importaciones, aunque su peso ha ido disminuyendo de forma sostenida: del 21% del total en 2018 al 13% en 2024. En 2025, esta tendencia se ha acelerado de forma notable, con una cuota que se sitúa levemente por debajo del 10%.

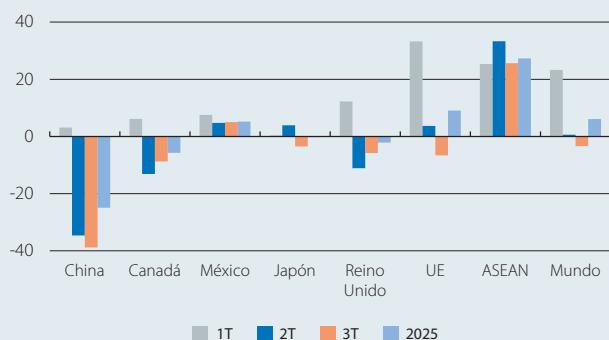
Durante el 1T 2025, el efecto de anticipación fue generalizado y las importaciones aumentaron desde prácticamente todos los socios comerciales, destacando especialmente la UE. Sin embargo, la posterior reversión fue muy heterogénea. El caso más llamativo es el de China, con quien el desacople es evidente a la vista de una caída de las importaciones del 25% en el acumulado de 2025 frente a los niveles de 2024 (en el mismo periodo de enero-septiembre). China fue el país más penalizado en niveles de aranceles y con quien, hasta ahora, se ha llegado a un acuerdo solo de manera parcial.<sup>1</sup> Las importaciones estadounidenses desde ese país se contrajeron de forma acusada y persistente desde el inicio de la escalada de tensiones comerciales. En menor medida, también se observan descensos en las importaciones procedentes de Canadá (-5%). Con la UE, se observa una dinámica distinta: el aumento de la demanda de importaciones es sostenido durante todo el primer semestre del año y las importaciones se sitúan en el conjunto de 2025 hasta septiembre casi un 10% por encima de los niveles acumulados en el mismo periodo del año anterior.

La reconfiguración de origen ha resultado también en un aumento de las importaciones desde los países ASEAN, que en el acumulado del año han incrementado en un 27% interanual, y que han pasado de representar un 8% del total de importaciones en 2018, a un 13% en 2025.

Este cambio en el origen de las importaciones ayuda a explicar la aparente discrepancia entre el arancel promedio implícito en las medidas anunciadas y el arancel efectivo que finalmente se recauda en aduanas. Según nuestras estimaciones, y suponiendo un patrón de importaciones similar al observado en 2024, el conjunto de medidas aplicadas hasta la fecha implicaría un arancel medio en torno al 13,8%. Sin embargo, el arancel efectivo recaudado ha sido sensiblemente inferior y alcanzó un máximo del 10,6% en septiembre. Esta diferencia refleja, en buena medida, la reconfiguración geográfica de las importaciones. Así, aunque el volumen total importado no ha caído

## EE. UU.: origen de importaciones de bienes en 2025

Variación interanual (%)



*Notas:* Importaciones expresadas en términos reales. La variación interanual para el conjunto de 2025 se refiere al periodo entre enero y septiembre de 2025 frente a enero y septiembre de 2024.

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

de forma significativa, una parte creciente de las compras externas procede de socios sujetos a menores gravámenes mientras ha caído la proporción de socios sujetos a mayores aranceles (China es el caso más destacable), lo que reduce el tipo medio efectivamente recaudado.

En conjunto, el análisis de los datos de 2025 muestra que los nuevos aranceles no han producido, por ahora, un ajuste en el desequilibrio comercial de bienes de EE. UU., pero sí han generado un cambio estructural en la composición geográfica de las importaciones. El desacople directo con China y la mayor conexión con países ASEAN se han intensificado de forma significativa, lo que apunta a una reconfiguración de las cadenas de suministro más que a una simple contracción del comercio. Así, este proceso no parece estar reduciendo de forma sustancial la dependencia total de las importaciones, sino redistribuyéndola entre socios.

Isabela Lara White

1. El 31 de octubre, EE. UU. acordó bajar el arancel promedio hasta cerca del 30%, y el gravamen adicional vinculado al fentanilo, del 20% al 10%. China acordó aplazar por un año la aplicación de controles a la exportación de tierras raras y reanudar las compras de soja estadounidense.

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

Por su rapidez y dimensión, la transformación de China en las últimas décadas también ha transformado el resto del mundo. En particular, la Iniciativa de la Franja y la Ruta (BRI) ha llevado inversiones elevadas a muchos de los países participantes. Acoplada a una política industrial activa y un modelo de desarrollo intensivo en capital, esto ha favorecido una rápida expansión de los intercambios comerciales de China, en particular en sectores con vínculos más fuertes con su industria.<sup>1</sup>

### Franja y Ruta: ¿bendición o maldición?

Las Rutas de la Seda fueron una red de caminos que empezó a usarse regularmente desde el siglo II a.C., cuando la dinastía Han abrió el comercio con Occidente, y duró hasta el siglo XV, cuando el imperio otomano boicoteó el comercio y cerró las rutas. Entonces, desde China hasta Europa, los comerciantes llevaban sedas, jade y otras piedras preciosas, porcelana, té y especias. Hacia el Este, viajaban productos manufacturados, como cristalería y textiles. Pero estas rutas sirvieron también para un intercambio cultural y de ideas, bien documentado por ejemplo en el *Libro de las maravillas del mundo*, del comerciante veneciano Marco Polo.

Actualmente, en los distintos extremos de la nueva Ruta de la Seda, las experiencias de países como Chile, Perú, la RD Congo, Indonesia o Vietnam son ilustrativas. Los tres primeros países están entre los mayores productores de cobre a nivel global (y de cobalto, en el caso de la RD Congo). En la última década, la cuota de exportaciones de estos países hacia China ha subido rápidamente, hasta casi el 40% en Chile y el 35% en Perú. En Perú, se han disparado las exportaciones de mineral de cobre, y ya representan prácticamente el 70% de sus exportaciones a China, mientras que en Chile las exportaciones de cobre han mantenido un crecimiento estable (aunque se han reducido las importaciones de cobre refinado) y el país ha visto aumentos de exportaciones de productos químicos (como el litio) y agroalimentarios. En la RD Congo, las exportaciones hacia China representan hoy un 70% del total, frente a un 35% una década antes, un aumento explicado por exportaciones de cobalto y cobre, sobre todo refinado, pero también en formato crudo y mineral.

La cuota de exportaciones de Indonesia a China también ha aumentado de manera significativa, del 13% al 24%, pero la concentración por productos ha disminuido. Las exportaciones de minería (combustibles y minerales metálicos, como el mineral de níquel y de aluminio) han disminuido, mientras que las exportaciones de metales han aumentado (incluidos níquel procesado, acero y ferroaleaciones), a medida que el país prohibió las exportaciones de mineral de níquel, con el objetivo de desarrollar su propia industria de refino. Las exportaciones de maquinaria eléctrica y electrónica a otros países asiáticos y EE. UU. también han

### Global: exportaciones a China, concentración de exportaciones y complejidad exportadora

	Cuota de exportaciones a China (% del total)		Índice de concentración global de exportaciones (por productos, nivel HS2)		Complejidad exportadora (posición en el ranking global ECI)		
	2013	2023	2013	2023	2003	2013	2023
Chile	24,2	38,6	1.733,0	1.516,2	53	67	75
Perú	15,6	33,8	1.270,5	1.958,9	82	83	96
Panamá	0,4	24,6	1.095,7	2.242,9	60	40	58
RD Congo	36,3	68,9	2.571,2	4.507,3	110	120	131
Sudáfrica	8,2	19,2	1.082,9	1.512,3	36	53	70
Gabón	7,1	26	4.453,3	3.965,0	88	102	85
Indonesia	12,8	23,7	1.177,7	885,8	62	66	61
Vietnam	10,5	20,2	1.026,8	2.149,8	84	65	50
Malasia	17,5	20,8	1.754,3	1.937,8	35	25	26

**Nota:** La concentración de exportaciones se mide con el índice Herfindahl-Hirschmann (HH) a nivel de producto HS2 (aprox. 100 categorías).

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

aumentado rápidamente. Por su parte, Vietnam ha triplicado el valor de sus exportaciones en los últimos años mientras su cuota exportadora hacia China ha aumentado del 10% al 20%, y del 17% al 28% hacia EE. UU. Este crecimiento ha sido impulsado por una expansión notable en la maquinaria eléctrica y electrónica.

Mientras Indonesia y Vietnam han ganado posiciones en el ranking global de complejidad económica en la última década, Chile, Perú y la RD Congo han retrocedido (véase la primera tabla).<sup>2</sup> Analizamos la relación entre la participación en la BRI, entendida como una aproximación a vínculos económicos y diplomáticos más estrechos con China, y el nivel de complejidad exportadora de una muestra de 66 países. El análisis se centra en Eurasia, la región que ha recibido mayores inversiones y que concentra el mayor número de países participantes en la iniciativa.<sup>3</sup>

El análisis econométrico revela que la participación en la BRI está negativamente asociada con la complejidad económica de los países en la muestra. Los resultados son robustos a distintas especificaciones econométricas y a distintas defi-

2. El índice de complejidad económica (ECI, por sus siglas en inglés) mide la intensidad del conocimiento de una economía, enfocándose en sus capacidades tecnológicas. En particular, utilizamos una de las tres dimensiones del ECI, la complejidad de las exportaciones (junto con tecnología e investigación), por su relevancia y disponibilidad de datos.

3. Se utilizan dos definiciones de participación en la BRI. La primera se basa en la firma del Memorando de Entendimiento (MoU) con China, que sella la participación oficial de un país en la iniciativa. La segunda, en la existencia de proyectos de infraestructura operativos, en el ámbito de la BRI, como carreteras, ferrovías o puertos. Se estima un modelo de regresión de panel, con datos desde 1995 hasta 2023, utilizando efectos fijos y aleatorios, variables de control y efectos temporales. La variable dependiente ( $Y_{it}$ ) se interpreta como medida de la sofisticación comercial y tecnológica de un país:  $Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 BRI_{it} + \theta X'_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$ . El listado de proyectos operativos se basa en Reed y Trubetskoy (2019) «Assessing the Value of Market Access from Belt and Road Projects», Policy Research WP, World Bank.

1. Véanse los Focus «La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo?» (parte I) y (parte II), en el IM11/2025 e IM12/2025, respectivamente.

niciones de participación oficial a la BRI. En conjunto, los resultados sugieren que la participación en la BRI no contribuye al desarrollo de industrias más sofisticadas ni a una mejora en la calidad de las exportaciones, entendida como unas exportaciones más diversificadas y con mayor contenido tecnológico. Por el contrario, la participación en la BRI podría limitar la capacidad de los países participantes para «escalar» las cadenas de valor globales.<sup>4</sup>

### ¿Qué lecciones nos ofrece la nueva Ruta de la Seda?

La BRI se ha convertido en una pieza clave para el posicionamiento global de China. Enfrentándose a una demanda interna debilitada y un exceso de capacidad crónico, la iniciativa ha facilitado la apertura de nuevos mercados, la diversificación de destinos de exportación, el dominio de cadenas de valor de materias primas críticas esenciales para el desarrollo de su industria, y la disminución de la dependencia de rivales geoeconómicos, una dimensión que ha cobrado especial importancia en los últimos años.

No obstante, a pesar de los elevados flujos de inversión recibidos desde China, en sectores como la energía, el transporte, metales y minería, y la construcción, y un rápido aumento de sus exportaciones, varios países de la nueva Ruta de la Seda pueden haber visto condicionada la dirección de su desarrollo económico.<sup>5</sup> La asociación negativa entre la participación en la iniciativa y la complejidad económica de los países participantes podría explicarse por diversos factores. Al concentrarse en infraestructura física, la BRI puede facilitar el acceso de empresas chinas a mercados locales, a la vez que debilita la competitividad del tejido empresarial local. Economías emergentes, con especialización en manufacturas básicas, podrían verse desplazadas, mientras que las ricas en recursos naturales corren el riesgo de quedar atrapadas en sectores extractivos de bajo valor añadido. Además, muchos proyectos BRI ejecutados por empresas chinas pueden limitar los beneficios directos para la industria local, un problema que se vería agravado por fallos de gobernanza o debilidad institucional, lo que dificultaría además la absorción efectiva de las inversiones.

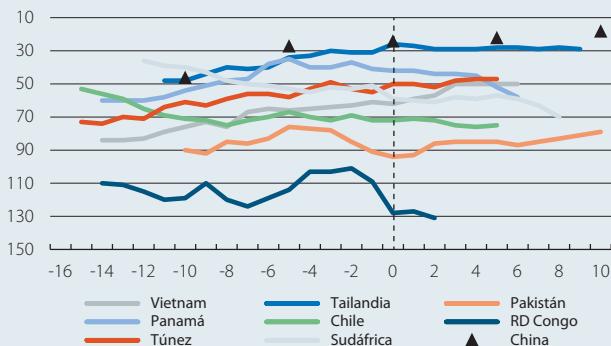
Si bien es posible que los beneficios de la BRI se materialicen a largo plazo, considerando su reciente lanzamiento, los efectos observados a corto plazo han sido discutibles. A esto se suma el riesgo de que los países BRI desarrollen dependencias económicas de China, viendo crecer sus déficits comerciales, niveles de deuda y su vulnerabilidad externa, un escenario que plantea interrogantes sobre la sostenibilidad y reciprocidad de la BRI. Aunque efectiva para los intere-

4. Véanse por ejemplo De Soysres, F., Mulabdic, A., y Ruta, M. (2020) «Common transport infrastructure: A quantitative model and estimates from the Belt and Road Initiative», *Journal of Development Economics*, 143, 102415 y Lall, S., y Lebrand, M. (2020) «Who wins, who loses? Understanding the spatially differentiated effects of the belt and road initiative», *Journal of Development Economics*, 146, 102496.

5. Entre los participantes en la BRI, países como Sudáfrica (70), Chile (76), Kazajistán (86), Mongolia (119) o la RD Congo (131) han perdido posiciones en el ranking de complejidad económica global. En contraste, países como Túnez (47), Vietnam (50), Indonesia (60), Pakistán (81) o Bangladés (92) han ganado.

### Iniciativa de la Franja y la Ruta: evolución de la complejidad exportadora de países participantes

Posición en el ranking ECI de comercio



**Notas:** Para cada país, se considera el año cero como el año en el que el país ha firmado el Memorándum de Entendimiento (MoU) con China, que sella la participación oficial en la Iniciativa de la Franja y la Ruta (BRI). Por orden cronológico, Pakistán ha firmado el MoU en 2013, Tailandia en 2014, Sudáfrica en 2015, Panamá y Vietnam en 2017, Chile y Túnez en 2018, y la RD Congo en 2021. Para China, se considera el año 0 en 2013, fecha oficial de lanzamiento de la Iniciativa de la BRI.

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

ses estratégicos de China, ¿la iniciativa representa una verdadera oportunidad de desarrollo para los países participantes?

Paralelamente, China ha intensificado su apuesta por el liderazgo tecnológico global, en concreto en IA, robótica y semiconductores. Unas ambiciones que podrían favorecer avances tecnológicos y productivos en países BRI, y a la vez generar pérdidas de competitividad y dependencias críticas en sectores donde China sigue ganando cuota global.<sup>6</sup>

Como las antiguas Rutas de la Seda, la BRI no se limita a inversiones o intercambios comerciales. Evaluar su éxito únicamente en estos términos ignoraría un propósito geoestratégico más amplio, como asegurar relaciones económicas estables y el acceso a (o el dominio de) recursos económicos clave frente a rivales geopolíticos, o una evaluación de posibles efectos institucionales, sociales o culturales. Además, a pesar del gran número de iniciativas que se han lanzado como respuesta a la BRI (como la «Partnership for Global Infrastructure» del G7 o el programa «Global Gateway» de la UE), sus avances han sido limitados. Como en el siglo xv, el mayor riesgo para el desarrollo económico sería la erosión de estas rutas. Entonces, tras la caída de Constantinopla, el imperio otomano impuso costes muy elevados al comercio de Europa con Asia. Por otro lado, el bloqueo generó incentivos para el desarrollo del comercio marítimo y terminó contribuyendo indirectamente al desarrollo cultural y científico de Europa Occidental. Eso sí, las Rutas de la Seda suelen ser testigo de un Imperio chino en ascensión.

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

6. En este ámbito, la «Ruta de la Seda Digital» ha buscado expandir la influencia tecnológica del país mediante inversiones en telecomunicaciones, IA, ciudades inteligentes y vigilancia digital, ofreciendo soluciones para cerrar brechas de infraestructura en economías emergentes. Por otro lado, ha generado preocupaciones por el riesgo de facilitar el control estatal sobre algunas tecnologías y comprometer la soberanía digital de estos países.

## La alquimia de China: cómo transforma minerales críticos en poder global

En los últimos años, la discusión sobre materias primas críticas ha emergido como un elemento central en el replanteamiento de las relaciones económicas a nivel global, en un entorno de tensiones geopolíticas persistentes. Los llamados minerales críticos (tierras raras, cobre, litio, etc.) son insumos clave para la industria global y, en concreto, para los sectores más vinculados a la transición verde y digital. La demanda de estas materias primas ha crecido con fuerza en los últimos años, al igual que la oferta, impulsada por los mayores productores a nivel global de muchos de estos minerales, como China, Indonesia o la RD Congo. Asimismo, la concentración geográfica en la minería y el procesamiento de estas materias primas aumentó en la última década.<sup>1</sup> En este entorno, China sigue destacando como la mayor potencia en el procesamiento de estos minerales y llega a cuotas de mercado superiores al 70% en el refino de un amplio espectro de productos (véase el primer gráfico).

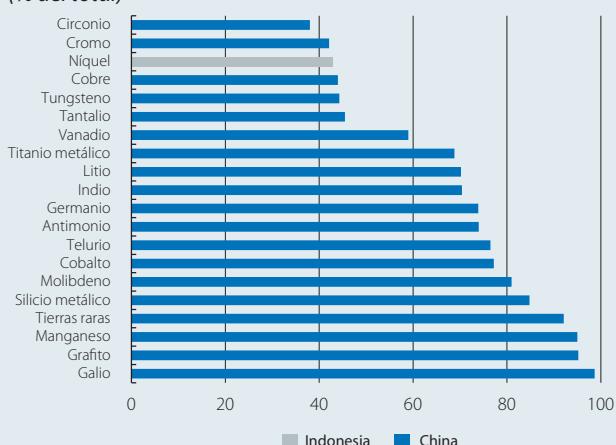
### Control estratégico de las materias primas que sostienen la industria global

En los casos de las tierras raras y del grafito, al liderazgo en el procesamiento de estos productos se suma una elevada cuota de mercado en la extracción, lo que ofrece a China una posición dominante en las distintas etapas de la cadena de valor, y permite controlar efectivamente su oferta global (véase el segundo gráfico). Por otro lado, en los casos del litio, del cobalto o del cobre, el dominio chino se concentra en el procesamiento, mientras que la extracción se lleva a cabo en otras geografías. Eso sí, en muchos casos, China ha establecido una amplia relación económica y diplomática con estos países, especialmente evidente con los participantes en la Iniciativa de la Franja y la Ruta. Por ejemplo, Chile es el mayor exportador global de carbonatos de litio (representa casi un 80% de las exportaciones globales), y dos tercios de sus exportaciones se destinan a China. La RD Congo representa cerca de un 60% de las exportaciones globales de cobalto, y la práctica totalidad de estas llegan a China. De esta forma, la posición dominante que ha logrado China en las relaciones comerciales con varios países ricos en estos recursos<sup>2</sup> y el

1. Según datos de la IEA, en 2024 la demanda por litio aumentó casi un 30%, mientras que la demanda por níquel, cobalto, grafito o tierras raras creció entre el 6% y el 8%. Por otro lado, un repunte en la oferta ha permitido que los precios se hayan ajustado a la baja en varios de estos minerales, tras un aumento en 2021-2022. Al mismo tiempo, desde 2023 se dispararon las medidas comerciales restrictivas sobre estos productos. Véase IEA (2025) «Global Critical Minerals Outlook».

2. Entre 2000 y 2021, China invirtió cerca de 57.000 millones de dólares en sectores asociados a minerales críticos, en economías emergentes y en desarrollo, más de un 80% en proyectos de cobre, cobalto y níquel (IEA, 2025). Véanse también los Focus [«La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo? \(parte I\) y \(parte II\)»](#), en el IM11/2025 e IM12/2025, respectivamente.

### Minerales críticos: cuota del país líder en refino (% del total)



90% en su procesamiento. Por otro lado, sus cuotas globales de exportación de tierras raras, en sus distintas formas (compuestos químicos, metales en bruto o artículos manufacturados de estos metales), son comparativamente bajas, de cerca del 15% en compuestos, a un rango del 25%-40% en las demás formas, muy por debajo de las cuotas observadas de extracción y procesamiento.<sup>3</sup>

En concreto, se ha observado en los últimos años una reducción progresiva de la cuota global de exportaciones de China (de cerca del 50% al 15% actual) en los compuestos químicos de tierras raras (precursores de metales en bruto), al mismo tiempo que su cuota global de importaciones ha aumentado con particular fuerza desde 2018, hasta llegar al 60% actual (véase el tercer gráfico). En este contexto, se ha producido una rápida concentración de las importaciones a nivel global, en la que China (tercer mayor exportador) absorbe la práctica totalidad de las importaciones de Myanmar (mayor exportador) y el 40% de las de Malasia (segundo mayor exportador). Por otro lado, en las tierras raras en formato metálico bruto o en artículos manufacturados, las cuotas de exportación de China se han mantenido relativamente estables, en tanto que sus cuotas de importación han aumentado, en especial en fases menos avanzadas del procesamiento de estos productos. Así, la estrategia de China ha buscado un dominio de las reservas, la extracción y el procesamiento de tierras raras, una integración vertical que otorga al gigante asiático una hegemonía prácticamente incontestada en el sector, y una ventaja única para las industrias que dependen de estos insumos críticos.

### De la extracción a la innovación: la arquitectura de un dominio chino

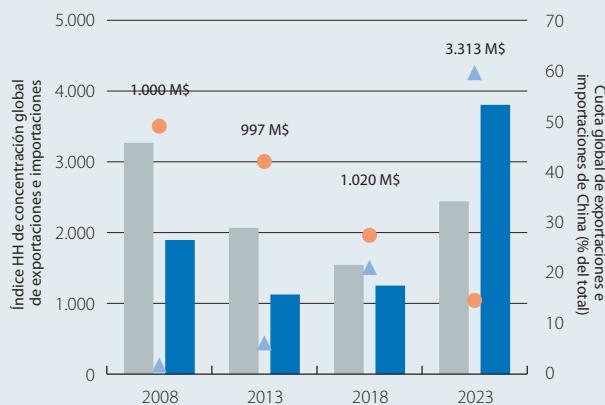
En 2020, Xi Jinping calificó el dominio de China en determinadas industrias o tecnologías estratégicas como su «mazo asesino».<sup>4</sup> Las tierras raras, uno de los ases bajo la manga del gigante asiático, se han demostrado decisivas en 2025, en el auge de las tensiones comerciales con EE. UU., y las restricciones anunciamos han hecho sonar las alertas en el resto del mundo.

3. Tras la fase de minería (es decir, el proceso de extracción física del mineral de depósitos rocosos), el procesamiento de estos metales se puede dividir en cinco fases. La concentración (trituración, molienda y separación, que aumenta la concentración del elemento deseado), la refinación química (conversión del mineral en compuestos más puros), la reducción a metal (el proceso químico para eliminar oxígeno y otros elementos, obteniendo el metal en bruto), la aleación (fundición del metal puro, y mezcla con otros elementos, conversión en lingotes, polvo o piezas) y la fabricación de productos «finales» (utilización en imanes, baterías u otros componentes electrónicos).

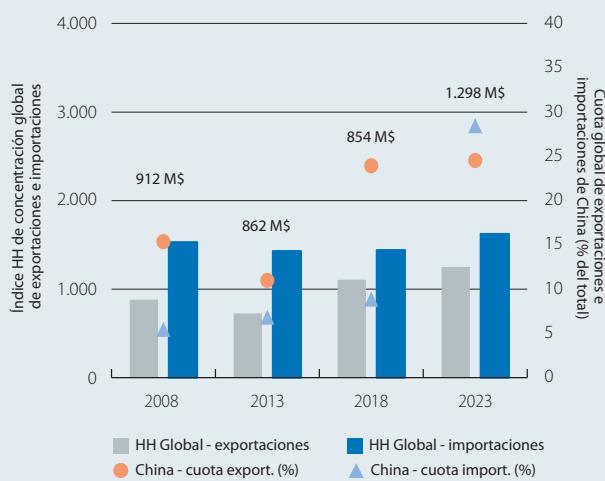
4. Véase *The Economist* (2025). «Xi Jinping swings his “assassin’s mace” of economic warfare», 06/02/2025, o la traducción del discurso original de Xi Jinping, en 2020, «Certain Major Issues for Our National Medium- to Long-Term Economic and Social Development Strategy» de CSET (Georgetown University). En chino, el término se refiere a un recurso que, utilizado en un momento crítico de una confrontación, resulta decisivo.

### Tierras raras: concentración de exportaciones e importaciones, y cuota de mercado de China

#### Compuestos químicos



#### Metales en bruto



**Notas:** Se utilizan los códigos de productos a nivel HS6 284690 y 811291 para los compuestos químicos y los metales en bruto de tierras raras, respectivamente. Para cada producto, el índice HH de concentración de exportaciones e importaciones se calcula a nivel de destinos/orígenes de los flujos comerciales. Valores más bajos indican unos flujos de exportaciones/importaciones menos comerciales.

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

Además de asegurar su hegemonía en una amplia gama de materias primas críticas y posibilitar su uso para fines no exclusivamente comerciales, el dominio vertical de China en estas cadenas de valor se ha extendido a varios productos que las utilizan como insumo clave. En los últimos años, la cuota de mercado global en imanes permanentes, baterías eléctricas o generadores eólicos y coches eléctricos se ha disparado (véase el último gráfico).

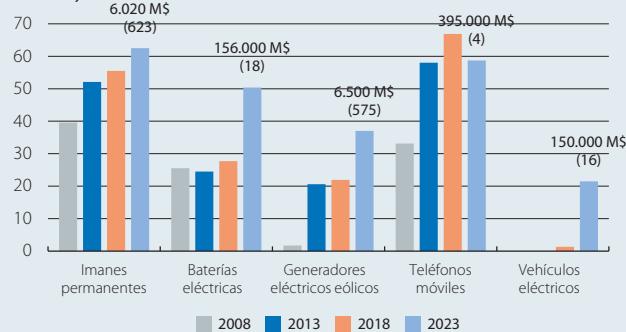
El éxito de China en varios de los sectores más importantes para la economía global en las próximas décadas se debe a una multitud de factores que se retroalimentan. Uno es el dominio de varias materias primas críticas, que ha abierto la puerta al desarrollo de una ventaja comparativa en innumerables productos intermedios claves para varios sectores, como imanes permanentes o baterías eléctricas. A una política industrial activa que ha permitido ganar escala y competitividad, China ha sumado otros ingredientes. Por un

lado, la inversión masiva en infraestructuras le ha permitido tener unas redes de transporte, telecomunicaciones y energía entre las más desarrolladas del mundo, promoviendo «economías de alcance», que han favorecido el despliegue de nuevas tecnologías (como las relacionadas con la movilidad eléctrica) y han ofrecido ventajas competitivas a industrias intensivas en energía. Por otro lado, un marco regulatorio más flexible y una amplia fuerza laboral con especialización en el sector industrial favorece la innovación y un conocimiento transversal de «procesos de fábrica», que permite mejoras continuas, la escalabilidad de fábricas chinas y la creación de nuevas industrias, como vehículos eléctricos, drones o robotaxis, que garantizan unas ventajas competitivas dinámicas en el sector industrial. Así ha convertido China las materias primas críticas en las industrias del futuro.

*Luís Pinheiro de Matos*

### **Cuota de mercado global de China en productos manufacturados que utilizan tierras raras como insumo**

*Cuota de las exportaciones de China (% de las exportaciones totales)*



**Nota:** Se consideran los productos con códigos HS 850511 (imanes permanentes), HS 8507 (baterías eléctricas), HS 850231 (generadores eléctricos eólicos), 851712 (teléfonos móviles) 870380 (vehículos eléctricos). Para cada producto, se indica el valor de comercio global que representaban en 2023 (último dato) y su posición en el contexto global, por valor de comercio. Como referencia, en el top 5 de productos (a nivel HS6) más transaccionados a nivel global se encuentran el petróleo crudo (1) y refinado (2), el oro (3), los teléfonos móviles (4) y medicamentos (5) seguidos por automóviles, circuitos integrados, gas natural, otros aparatos de comunicación o portátiles.

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

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	10/25	11/25	12/25
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,9	2,8	2,4	2,0	2,1	2,3	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,2	3,4	4,1	4,8	4,9	4,7	4,2	...	...
Confianza del consumidor ( <i>valor</i> )	105,4	104,5	110,6	99,8	93,1	97,4	95,5	92,9	89,1
Producción industrial	-0,2	-0,7	-0,9	0,7	0,5	1,6	2,2	2,5	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) ( <i>valor</i> )	47,1	48,2	48,2	50,1	48,7	48,6	48,7	48,2	47,9
Viviendas iniciadas ( <i>miles</i> )	1.421	1.371	1.387	1.401	1.354	...	...	...	...
Case-Shiller precio vivienda 2. <sup>a</sup> mano ( <i>valor</i> )	312	330	336	340	338	337	339	...	...
Tasa de paro (% <i>pobl. activa</i> )	3,6	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	...	4,6	...
Tasa de empleo (% <i>pobl. &gt; 16 años</i> )	60,3	60,1	59,9	60,0	59,8	59,6	...	59,6	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-3,0	-2,8	-3,0	-3,5	-3,6	-3,4	...	...	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	4,1	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	...	2,7	...
Inflación núcleo	4,8	3,4	3,3	3,1	2,8	3,1	...	2,6	...

## JAPÓN

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	10/25	11/25	12/25
<b>Actividad</b>									
PIB real	0,7	-0,2	0,6	1,6	2,0	0,6	–	–	–
Confianza del consumidor ( <i>valor</i> )	35,1	37,2	36,1	34,7	32,8	34,6	35,8	37,5	37,2
Producción industrial	-1,4	-3,0	-2,5	2,5	0,8	0,6	1,7	0,7	...
Índice actividad empresarial (Tankan) ( <i>valor</i> )	7,0	12,8	14,0	12,0	13,0	14,0	–	–	–
Tasa de paro (% <i>pobl. activa</i> )	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-2,9	-1,0	-0,9	-0,9	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	3,3	2,7	2,9	3,8	3,4	2,9	3,0	2,9	...
Inflación subyacente	3,9	2,4	2,3	2,7	3,2	3,2	3,1	3,0	...

## CHINA

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	10/25	11/25	12/25
<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	2,9	1,3	...
Producción industrial	4,6	5,6	5,6	6,8	6,2	5,8	4,9	4,8	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	49,8	50,2	49,9	49,4	49,5	49,0	49,2	50,1
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	865	997	997	1.086	1.146	1.177	1.171	1.185	...
Exportaciones	-5,1	4,6	10,0	5,7	6,0	6,5	-1,2	5,8	...
Importaciones	-5,5	1,0	-1,8	-6,9	-0,9	4,3	1,0	1,9	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,2	0,7	...
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	7,1	7,1	7,0

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	10/25	11/25	12/25
Ventas al por menor (variación interanual)	-1,9	1,2	2,3	2,4	3,0	1,9	1,5	...	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,6	-3,0	-1,6	1,4	1,3	1,4	2,0	...	...
Confianza del consumidor	-16,0	-12,6	-11,9	-12,6	-14,3	-13,6	-12,5	-12,8	-13,1
Sentimiento económico	96,2	95,7	95,1	95,5	94,4	95,7	96,9	97,1	96,7
PMI manufacturas	44,4	45,9	45,4	47,6	49,3	50,1	50,0	49,6	48,8
PMI servicios	48,8	51,5	50,9	51,0	50,1	50,9	53,0	53,6	52,4
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,5	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6	-	-	-
<b>Tasa de paro (%) pobl. activa</b>	6,6	6,4	6,2	6,3	6,4	6,4	6,4	6,3	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,3	7,5	7,6	7,7	7,7	7,7	...
Italia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,2	6,3	6,3	6,1	5,8	5,7	...
<b>PIB real (variación interanual)</b>	0,6	0,8	1,3	1,6	1,6	1,4	-	-	-
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	0,8	0,5	0,6	-	-	-

### Precios

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	10/25	11/25	12/25
General	5,5	2,4	2,2	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0
Núcleo	5,0	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,3

### 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	10/25	11/25	12/25
<b>Saldo corriente</b>	2,0	3,4	3,4	3,0	3,6	5,2	10,5	...	...
Alemania	5,5	5,8	5,8	5,4	6,7	9,3	18,5	...	...
Francia	-1,0	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,9	-1,3	-1,8	...
Italia	0,2	1,1	1,1	0,9	1,3	2,6	5,2	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,4	94,6	93,7	93,2	96,6	98,3	98,0	97,9	98,4

### 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	10/25	11/25	12/25
<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	2,9	3,1	...
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	1,7	0,5	0,9	1,5	2,1	2,5	2,8	2,9	...
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	3,2	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	3,5	3,5	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	-8,5	-3,9	1,2	3,7	5,4	5,6	5,7	5,5	...
Otros depósitos a corto plazo	21,1	12,4	6,0	2,3	-0,1	-1,5	-1,8	-0,8	...
Instrumentos negociables	20,1	20,0	18,0	14,7	11,1	4,4	1,4	1,6	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,7	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7	1,8	1,8	...

**Notas:** 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 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 economía española capea el temporal arancelario

**La economía española salva con nota un año cargado de desafíos.** El 2025 ha sido un buen año para la economía española a pesar del complejo contexto internacional en el que ha estado operando debido, en gran medida, al conflicto arancelario de EE. UU. con el resto del mundo. A comienzos de 2025, el consenso de analistas estimaba un crecimiento del PIB del 2,4%, pero las previsiones fueron revisadas al alza conforme avanzaba el ejercicio, hasta alcanzar en diciembre el 2,9%, en línea con nuestra propia estimación vigente. De confirmarse esta previsión, la economía española crecería en 2025 algo más del doble que la eurozona, cuya previsión según el consenso de analistas es del 1,4%. Este buen desempeño se explica, principalmente, por el vigor de la demanda interna, impulsada por un mercado laboral dinámico, la bajada de los tipos de interés, los flujos migratorios y los fondos europeos. Estos factores han compensado con creces el impacto negativo del incremento de los aranceles sobre nuestras exportaciones de bienes hacia EE. UU.

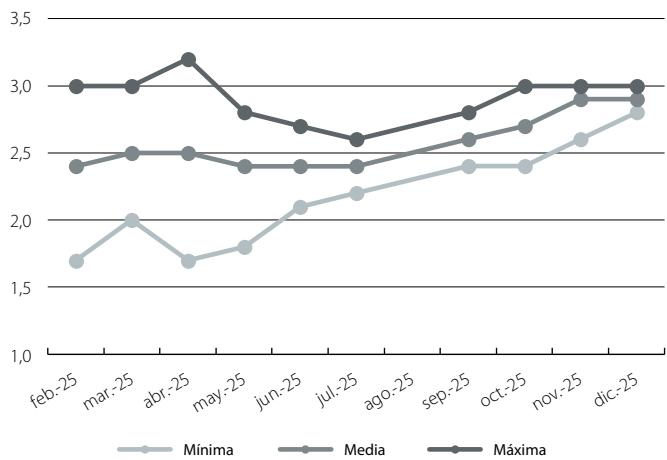
**La demanda interna, el principal motor de crecimiento, aunque la demanda externa también ofrece matices interesantes.** El crecimiento del PIB en el 3T 2025 se mantuvo inalterado en el 2,8% interanual tras la revisión del dato que realiza de manera habitual el INE dos meses después de la primera estimación. Hubo leves ajustes en el desglose del PIB, que reforzaron la diferencia entre la aportación de la demanda interna y la externa. Según las cifras actualizadas, la demanda interna sumó 3,8 p. p. al crecimiento interanual del PIB, 1 décima más que en la estimación preliminar, mientras que la demanda externa restó 1 p. p., 0,2 puntos más que lo previsto inicialmente.

El desglose del PIB muestra una economía que crece apoyada principalmente en el consumo privado y la inversión, con esta última partida creciendo por encima del 8% interanual y con crecimientos notables en todos sus subcomponentes. Por el lado del sector exterior, vemos que las exportaciones crecen a un buen ritmo, del 3,3% interanual, aunque detrás de esta cifra conviven una evolución débil de las exportaciones de bienes, que crecen apenas un 0,5% interanual, probablemente afectadas por los aranceles americanos, y un fuerte comportamiento de las exportaciones de servicios, que crecen un 8,7% interanual. Pese al buen comportamiento global de las exportaciones, las importaciones crecieron aún más, un 6,8%, lo que explica que la demanda externa reste al crecimiento del PIB. Esta fortaleza importadora no es necesariamente negativa si responde a compras destinadas a impulsar la inversión, tal y como parece ser el caso, y, en consecuencia, la productividad del tejido empresarial.

**Buena evolución de los indicadores de actividad en el 4T.** Por el lado de los indicadores de sentimiento, en el promedio del 4T, el PMI compuesto se situó en los 55,6 puntos, un registro elevado que apunta a un crecimiento robusto de la economía en el tramo final del año y que se sitúa por encima del promedio del trimestre anterior, de 54,1 puntos. Por el lado de los indi-

### España: previsión del PIB de 2025 según el consenso de analistas

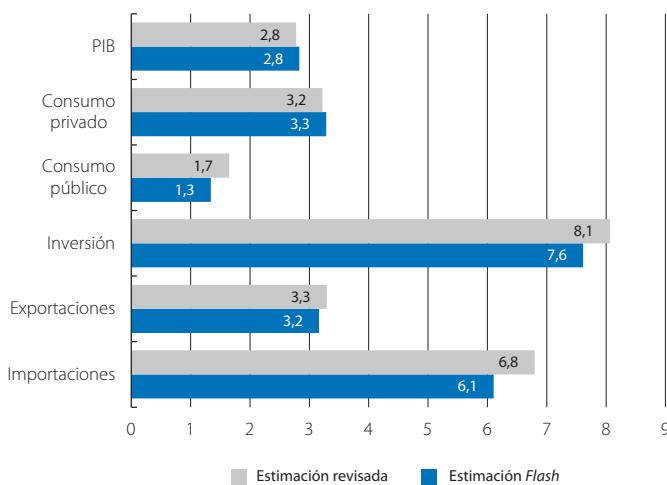
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Forecast.

### España: PIB del 3T 2025 y sus componentes

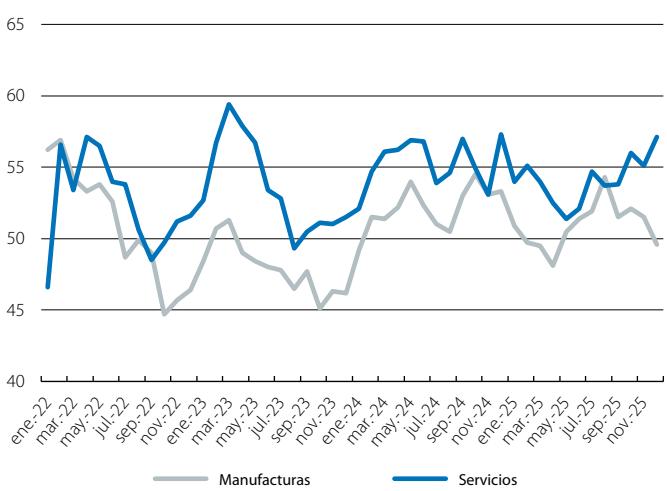
Variación interanual (%)



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

### España: PMI

Nivel



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

cadores de consumo, las ventas minoristas, en el promedio de octubre y noviembre, crecieron un 1,0% frente al promedio del 3T, igualando el registro del trimestre anterior, y el [Monitor de Consumo de CaixaBank Research](#), en el promedio del 4T, creció un 3,9% interanual, por encima del 3,2% del trimestre anterior. A su vez, las cifras de empleo han mantenido un buen tono, con un avance intertrimestral de la afiliación en el promedio del 4T del 0,7%, de tal modo que el crecimiento del empleo ha acelerado con respecto al trimestre anterior, cuando creció un 0,5%. Si tomamos el conjunto de la información disponible, nuestro modelo de nowcasting apunta que el PIB en el 4T habría crecido un 0,8% intertrimestral.

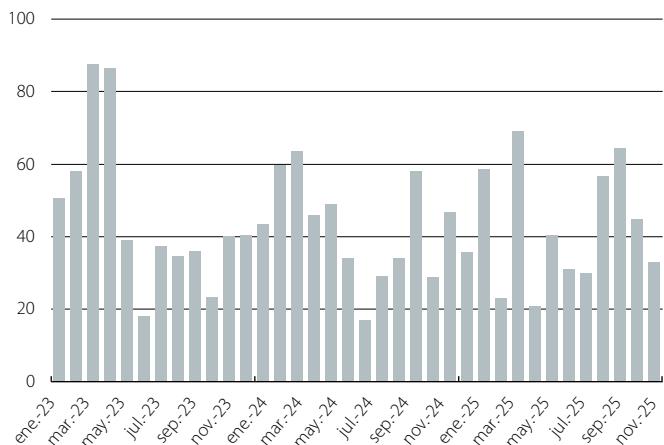
**El mercado laboral cierra un muy buen año.** La afiliación media a la Seguridad Social creció en diciembre en 19.180 trabajadores. Se trata de un dato modesto, si tenemos en cuenta que el aumento promedio en el bienio 2023-2024 fue de 32.700 personas, pero que consolida los buenos registros de octubre y noviembre. El comportamiento del mercado laboral en el conjunto de 2025 ha sido muy bueno y cierra el año con un aumento de 506.451 afiliados, lo cual supera ligeramente el registro del año anterior, de 502.000 afiliados. En términos interanuales, supone un crecimiento del 2,4%, el mismo registro que en 2024.

**Primeros signos de moderación de la tasa de ahorro de los hogares.** En el 3T 2025, y en términos acumulados de cuatro trimestres, la tasa de ahorro bajó 0,4 p. p. hasta el 12,3%. Es la primera caída (descontando la ínfima que tuvo lugar en el 1T 2025) desde el 3T 2022 y quizás señala el inicio de un proceso de convergencia de la tasa de ahorro desde sus elevados niveles actuales a cotas más acordes con su promedio histórico, alrededor del 8%-9%. La tasa de ahorro ha caído debido a que el ritmo de crecimiento del consumo se ha mantenido en el 6,2% interanual (acumulado de cuatro trimestres, también), mientras que el de la renta bruta disponible (RBD) ha disminuido en 0,5 p. p. con respecto al registro del trimestre anterior y se ha situado en el 5,6%. Esta ralentización en el crecimiento de la RBD se explica por el mayor crecimiento de los pagos por impuestos que han pasado de una tasa interanual del 6,9% en el 2T a una del 9,4% en el 3T (datos acumulados de cuatro trimestres). En contraposición, la buena marcha del mercado laboral ha permitido que el crecimiento de la remuneración de los asalariados se mantuviera en un elevado 7,0% interanual.

**La inflación se modera ligeramente en diciembre.** Así, en el último mes del año la inflación cayó 0,1 p. p. hasta alcanzar el 2,9%. Según el indicador adelantado del IPC, esta bajada responde a la disminución de los precios de los carburantes frente al incremento de diciembre de 2024, y, en menor medida, a un menor aumento de los precios de ocio y cultura frente a las subidas del mismo mes del año anterior. A su vez, la inflación subyacente se ha mantenido estable en el 2,6%. En el conjunto de 2025, la inflación se ha situado en el 2,7%, tras el 2,8% registrado en 2024, y la inflación subyacente en el 2,3%, tras el 2,9% del año anterior. En enero, prevemos que la inflación se debería moderar debido al desvanecimiento del impacto de la normalización del IVA sobre la factura eléctrica que tuvo lugar en enero de 2025.

## España: afiliados a la Seguridad Social\*

Variación intermensual (miles de personas)

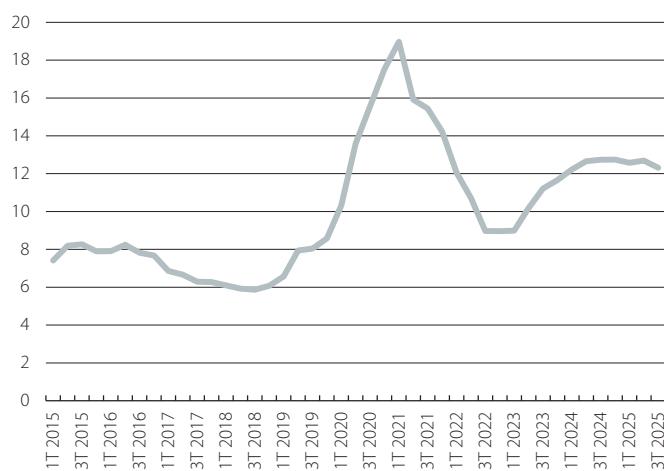


Nota: \*Serie corregida de estacionalidad.

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

## España: tasa de ahorro de los hogares

(% de la renta bruta disponible)

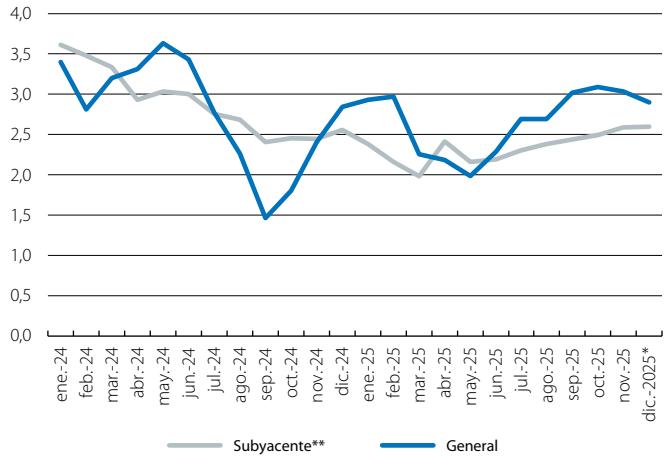


Nota: Acumulado de cuatro trimestres.

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

## España: inflación\*

(%)



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

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

## ¿Ha sido de mayor calidad el crecimiento del empleo en España tras la pandemia?

La recuperación del empleo en España tras la pandemia ha sido muy sólida. Entre 2019 y los tres primeros trimestres de 2025, el número de ocupados creció un 11,9%. Además, el reparto sectorial de este auge difiere del ciclo expansivo de 2014-2019. Sectores como sanidad, actividades profesionales y científicas, y tecnología han ganado protagonismo, mientras que la industria manufacturera y áreas tradicionalmente intensivas en empleo –como comercio, hostelería o agricultura– han tenido un papel más reducido.

Estas dinámicas plantean una pregunta clave: ¿el empleo creado en esta etapa es de mayor calidad que en expansiones anteriores? Para responder, analizamos tres aspectos clave: el nivel formativo de los trabajadores, la evolución de la temporalidad –como indicador de estabilidad– y los salarios reales.

### Mayor nivel formativo de los ocupados

Una fuerza laboral más cualificada suele implicar más capital humano y productividad. En este sentido, los datos muestran una mejora clara en el nivel educativo de los ocupados en España.

Entre 2019 y lo que llevamos de 2025, más del 70% del aumento del empleo corresponde a personas con estudios universitarios o equivalentes, una proporción muy superior a la del ciclo 2014-2019. Por el contrario, el empleo con formación secundaria creció menos y el de niveles educativos bajos siguió disminuyendo, como ya ocurría en el 2014-2019.

### Fuerte disminución de la temporalidad

La estabilidad del empleo es otro pilar de la calidad laboral. España ha tenido históricamente una elevada tasa de contratos temporales, pero, tras la reforma de 2021, esta proporción se ha desplomado: del 26,6% en el promedio 2017-2019 al 15,4% en el promedio de los tres primeros trimestres de 2025, una cifra cercana a la del conjunto de la eurozona, del 13,5%.<sup>1</sup> Un descenso que ha mejorado la estabilidad del empleo.

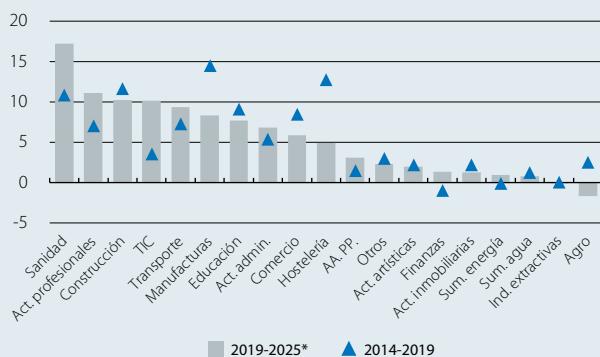
Para entender mejor el cambio, lo descomponemos en dos efectos:

- Efecto composición: es la parte del cambio de la tasa de temporalidad que se produce por la variación del peso de los distintos sectores. Por ejemplo, si crecen los sectores que tradicionalmente tienen baja temporalidad y reducen su peso los de alta temporalidad, la tasa agregada descenderá por este efecto.

1. Datos de Eurostat. Según los datos de afiliación a la Seguridad Social, la tasa de temporalidad en España fue de cerca del 12% en 2025.

### España: ocupación por sectores

Contribución al crecimiento relativa (%)<sup>\*</sup>

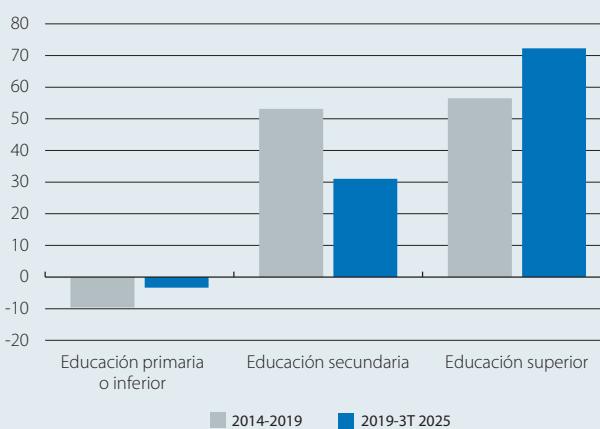


**Nota:** \*La contribución al crecimiento relativa es la contribución al crecimiento de la ocupación de cada sector, expresada como porcentaje del crecimiento total de la ocupación en el periodo considerado. Por ejemplo, según el gráfico, el crecimiento de la ocupación en el sector de la sanidad representó el 17,2% del total del crecimiento de la ocupación entre 2019 y 2025.

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

### España: ocupación por nivel de formación

Contribución relativa al crecimiento de la ocupación (%)



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

- Margen intensivo: es la parte del cambio que se produce por las variaciones de la tasa de temporalidad en cada sector. En nuestro contexto, este margen refleja si las empresas de cada sector están usando más o menos contratos fijos frente a temporales que antes.

Aplicando esta descomposición a la evolución reciente, encontramos que la drástica reducción de la temporalidad entre 2019 y 2025 se debe por completo al margen intensivo (véase la tabla). En otras palabras, todos los sectores han reducido sustancialmente su tasa de temporalidad, impulsando la caída general. Este resultado era de esperar, dado que refleja el carácter transversal del impacto de la reforma laboral sobre la temporalidad. Por su parte, la composición sectorial ha jugado ligeramente en contra, pero su impacto fue prácticamente negligible. Esto con-

trasta con el ciclo expansivo anterior (2014-2019), cuando la tasa de temporalidad aumentó en 2 p. p., impulsada tanto por un aumento del margen intensivo como por un efecto composición adverso de mayor magnitud que el que hemos visto en el último lustro (+0,7 p. p. vs. +0,2 p. p.).

### Evolución de los salarios reales

Por último, analizamos cómo han evolucionado los salarios reales en esta etapa. Para ello utilizamos la Encuesta trimestral de coste laboral, que mide el coste salarial medio por trabajador y por sector, y ajustamos los datos por el IPC para obtener cifras en términos reales.<sup>2</sup>

Entre el promedio de 2019 y los tres primeros trimestres de 2025, el salario medio real se redujo ligeramente, un 0,3%. Sin embargo, este resultado global esconde dos fuerzas contrapuestas:

- Efecto composición: ha sido positivo. El empleo se ha concentrado más en sectores con salarios altos, lo que aportó aproximadamente +0,3 p. p. al crecimiento del salario medio. Este cambio supone un giro respecto al ciclo 2014-2019, cuando el empleo se creó sobre todo en sectores de salarios bajos, restando entonces -0,8 p. p. al crecimiento salarial.
- Margen intensivo: ha sido negativo. Dentro de la mayoría de los sectores, los salarios no han crecido al ritmo de la inflación, lo que restó 0,6 p. p. al crecimiento. En otras palabras, aunque la composición sectorial favorece un aumento del salario medio a nivel agregado, la pérdida de poder adquisitivo en cada sector más que compensa ese efecto.

### Conclusiones

Los indicios analizados apuntan a que el crecimiento del empleo en España en los últimos cinco años ha sido, en conjunto, de mayor calidad que el de la expansión previa. Diversos factores soportan esta afirmación:

- La fuerza laboral se ha vuelto más cualificada, con un aumento predominante del empleo entre trabajadores con educación superior.
- La estabilidad laboral ha mejorado sustancialmente: la tasa de temporalidad se ha reducido a mínimos históricos, gracias a una caída transversal en todos los sectores tras la reforma de 2021. Esto significa empleos más estables y previsibles que en el pasado reciente.
- El empleo ha crecido más en sectores de salarios altos, revirtiendo el patrón regresivo de la etapa 2014-2019.

Oriol Carreras y Sergio Díaz

### España: tasa de temporalidad

(p. p.)

	2014-2019	2019-2025*
Margen intensivo	1,3	-17,8
Efecto composición	0,7	0,2
Total	2,0	-17,6

Nota: \* Datos hasta septiembre de 2025.

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

### España: desglose del crecimiento de los salarios reales

(p. p. y variación porcentual)



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

2. La información sectorial es a dos dígitos CNAE, lo que suponen prácticamente 80 sectores.

**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-1,6	0,4	-0,8	1,5	2,5	...	1,2	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,5	-4,9	-5,4	-5,2	-4,9	...	-4,6	-3,4	...
PMI de manufacturas (valor)	48,0	52,2	50,0	50,0	52,6	51,1	52,1	51,5	49,6
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,5	16,7	20,1	14,8	7,9	...	9,0	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-10,2	9,7	17,0	22,9	18,7	...	13,9	...	...
Precio de la vivienda	4,0	8,4	12,2	12,7	12,8	...	...	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	8,1	6,3	4,3	...	3,7	3,2	...
PMI de servicios (valor)	53,6	55,3	55,3	52,2	54,2	56,4	56,6	55,6	57,1
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista <sup>1</sup>	2,5	1,8	3,4	5,1	4,5	...	3,9	6,0	...
Matriculaciones de automóviles	16,7	7,2	14,0	13,7	16,9	8,0	15,9	12,9	-2,2
Indicador de sentimiento económico (valor)	100,5	103,0	103,3	103,2	103,7	...	103,9	105,9	...
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>2</sup>	3,1	2,2	2,4	2,7	2,6	...	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	12,2	11,3	11,4	10,3	10,5	...	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social <sup>3</sup>	2,7	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,4
<b>PIB</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	...	...	...	...

**Precios**

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
General	3,5	2,8	2,7	2,2	2,8	3,0	3,1	3,0	2,9
Subyacente	6,0	2,9	2,2	2,3	2,4	2,6	2,5	2,6	2,6

**Sector exterior**

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	3,3	2,0	0,8	...	0,3	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	4,2	4,1	4,6	...	4,6	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>40,9</b>	<b>50,7</b>	<b>47,8</b>	<b>48,6</b>	<b>48,7</b>	...	<b>51,0</b>	...	...
Bienes y servicios	57,5	66,3	63,5	63,7	62,1	...	62,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-16,5	-15,7	-15,7	-15,1	-13,4	...	-11,7	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>57,8</b>	<b>68,7</b>	<b>66,6</b>	<b>67,6</b>	<b>67,1</b>	...	<b>69,5</b>	...	...

**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	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	0,3	5,1	4,6	3,9	4,9	...	4,9	4,7	...
A la vista y preaviso	-7,4	2,0	3,1	5,0	7,2	...	7,3	7,0	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	100,5	23,5	12,6	-1,5	-6,6	...	-6,1	-6,6	...
Depósitos de AA. PP. <sup>5</sup>	0,5	23,1	24,4	25,5	7,2	...	4,6	1,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>0,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	...	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	-3,4	0,7	1,7	2,6	2,8	...	3,2	3,1	...
Empresas no financieras	-4,7	0,4	1,6	2,5	2,3	...	2,9	2,5	...
Hogares - viviendas	-3,2	0,3	1,4	2,3	2,9	...	3,0	3,1	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	2,3	3,1	-261,4	-278,2	...	4,3	4,5	...
Administraciones públicas	-3,5	-2,6	-0,3	5,3	12,9	...	11,4	12,3	...
<b>TOTAL</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	...	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	...	<b>2,8</b>	...	...

**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.

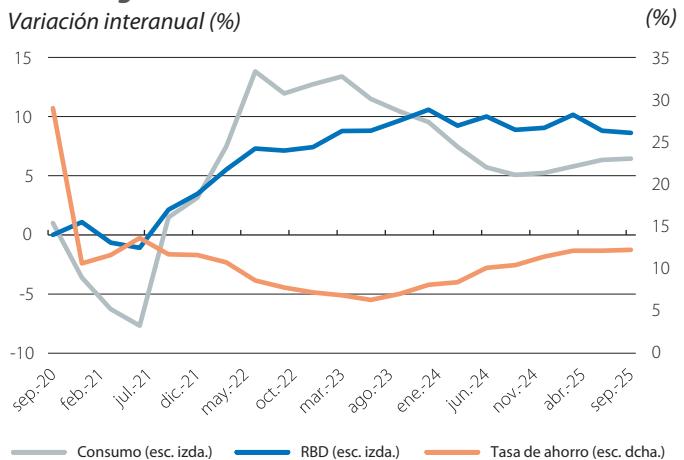
## La tendencia positiva de la economía portuguesa se mantiene en el fin de año

**Los indicadores de actividad apuntan a un buen dinamismo en el cierre de año, y el consumo sigue mostrando robustez.** En los tres primeros trimestres del año (1T 2025-3T 2025), el PIB creció un 1,9% (-0,1 p. p. respecto al mismo periodo del año anterior). Por otro lado, el consumo privado siguió contribuyendo a la solidez de la actividad, acelerándose hasta el 3,8% (+1,2 p. p. respecto al mismo periodo del año anterior), impulsado por un mercado laboral sólido y las rebajas fiscales en agosto y septiembre (con efectos retroactivos). Desde la óptica de los ingresos, la renta de los hogares sigue creciendo de forma sostenida, aunque muestra señales de desaceleración. En promedio, la renta bruta disponible (RBD) creció un 7,6% en términos interanuales en el año hasta el 3T 2025 (-1,3 p. p. respecto al año anterior). Por su parte, el consumo muestra una aceleración moderada, motivada por la solidez del empleo y el crecimiento de los salarios, y la tasa de ahorro media se mantiene estable (12,3%). Asimismo, en noviembre la población empleada volvió a acelerarse. La estimación provisional del INE apunta a un aumento interanual del 3,8%, lo que situaría el ritmo de crecimiento medio en los 11 meses del año en el 3,2% (frente al 1,4% en igual periodo de 2024). En este contexto, el total de personas empleadas en Portugal volvió a registrar un nuevo máximo histórico (de 5.306.100 personas). Al mismo tiempo, la tasa de paro alcanzó el 5,7%, una reducción de 0,1 p. p. respecto a octubre y de 0,9 p. p. respecto a noviembre de 2024.

**Los precios de la vivienda siguen subiendo con fuerza.** En el 3T 2025, el índice de precios de la vivienda creció un 17,7% en términos interanuales, lo que sitúa el crecimiento medio del precio de la vivienda en el último año en el 15,7%. El último dato prolonga la fuerte tendencia alcista de los últimos trimestres con variaciones intertrimestrales superiores al 4%. El 3T es también el cuarto trimestre consecutivo en el que el número de transacciones supera las 40.000 (42.400, +3,8% respecto al 3T 2024, -1,0% respecto al trimestre anterior). Según los datos de tasación bancaria, las revalorizaciones más fuertes de la mediana (en valor/m<sup>2</sup>) corresponden a las viviendas en la Península de Setúbal, Medio Tejo y Lezíria do Tejo, que muestran unas presiones alcistas que se extienden a un anillo cada vez más amplio alrededor del Área Metropolitana de Lisboa.

**La inflación media de 2025 se situó en el 2,3%.** Con el dato del IPC general en el 2,2% en el mes de diciembre (igual que en noviembre), el año 2025 cerró con una inflación media del 2,3%. Por su parte, la subyacente se situó en el 2,1% interanual en diciembre (vs. el 2,0% en noviembre). Aunque se confirmó la desaceleración de la inflación en 2025, esta fue menor de lo que inicialmente esperábamos, sobre todo debido a la persistencia de la inflación de los servicios y al incremento superior al previsto en los precios de los productos alimentarios no procesados. La previsión actual para 2026 sitúa el IPC general en el 2,1%, muy cerca de la referencia del 2% del BCE para el conjunto de la eurozona, manteniendo la tendencia de desinflación observada en 2025. En el frente energético, prevemos un apoyo al proceso desinflacionista basado en un precio medio del Brent inferior al registrado en 2025 y, en el ámbito alimentario, la elevada producción y las reservas de cereales también deberían favorecer cierto alivio en los precios de productos alimentarios transformados.

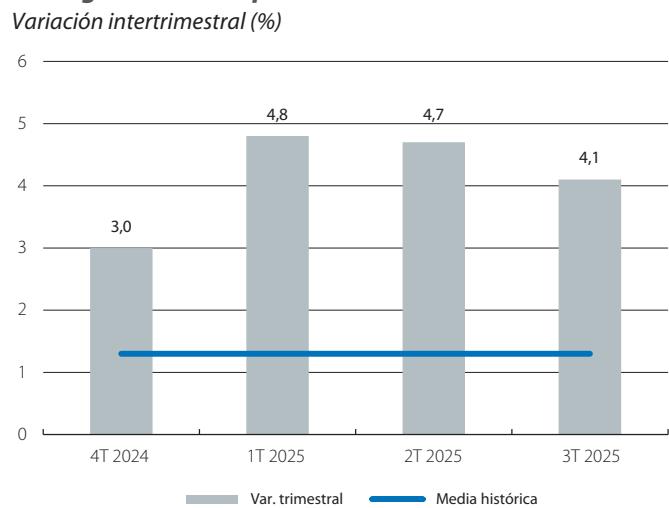
### Portugal: consumo, renta disponible y ahorro de los hogares



**Nota:** Se utilizan las medias móviles de cuatro trimestres para cada indicador.

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

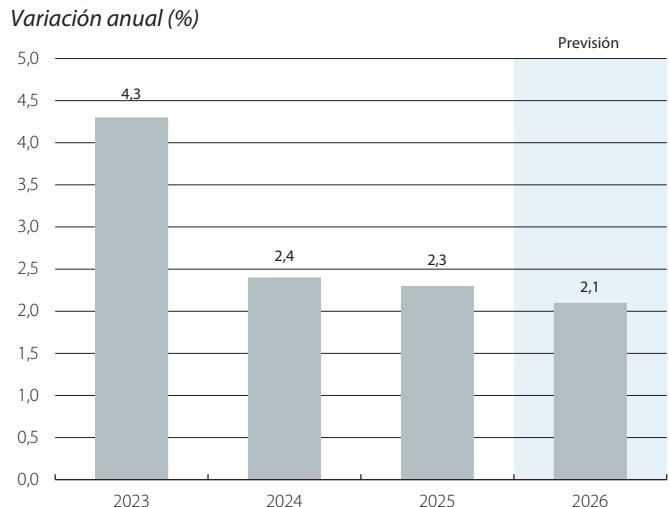
### Portugal: índice de precios de la vivienda



**Nota:** Se señala el promedio histórico de las variaciones intertrimestrales hasta el 4T 2024 (1,3%).

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

### Portugal: IPC



**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	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Índice coincidente de actividad	3,9	2,0	1,8	1,8	2,0	...	2,2	2,3	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-3,1	0,8	-2,3	1,2	2,8	...	-0,5	0,3	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,4	-6,2	-5,1	-4,8	-3,4	-2,8	-3,7	-2,6	-2,0
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	7,5	6,5	39,8	19,4	55,0	...	29,4	...	...
Compraventa de viviendas	-18,7	14,5	25,0	15,5	3,8	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	9,1	8,5	15,8	17,4	18,2	...	17,7	18,4	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	4,6	4,0	2,6	...	2,6	2,1	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	7,7	5,6	12,5	6,6	12,9	8,4	10,7	7,8	6,6
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	1,1	3,3	4,5	4,8	5,4	...	4,3	6,4	...
Indicador coincidente del consumo privado	3,1	2,8	3,8	3,5	3,1	...	3,0	3,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-28,7	-18,0	-15,5	-17,9	-16,2	-15,2	-15,9	-15,2	-14,5
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	2,3	1,2	2,4	2,9	3,7	...	3,4	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,5	6,4	6,6	5,9	5,8	...	5,9	...	...
<b>PIB</b>	3,1	2,1	1,7	1,8	2,4	...	-	-	-

**Precios**

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
General	4,4	2,4	2,3	2,2	2,6	2,2	2,3	2,2	2,2
Subyacente	5,1	2,5	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1	2,0	2,1

**Sector exterior**

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	2,0	5,3	4,2	2,1	...	0,5	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-4,0	2,0	5,4	7,0	6,5	...	5,6	...	...
<b>Saldo corriente</b>	1,5	6,0	4,2	3,7	3,8	...	4,4	...	...
Bienes y servicios	4,1	6,5	5,2	4,5	4,4	...	4,8	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,6	-0,6	-0,9	-0,9	-0,6	...	-0,5	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	5,5	9,1	7,5	7,1	7,6	...	7,9	...	...

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

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	-2,3	7,5	6,5	5,4	6,3	...	6,1	5,9	...
A la vista y ahorro	-18,5	-0,3	5,0	5,1	8,6	...	8,1	7,9	...
A plazo y preaviso	22,2	15,3	7,8	5,8	4,3	...	4,4	4,1	...
Depósitos de AA. PP.	-12,4	26,7	29,3	39,6	-0,5	...	15,6	16,9	...
<b>TOTAL</b>	-2,6	7,9	7,1	6,4	6,1	...	6,4	6,2	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Sector privado	-1,5	1,9	3,3	4,9	5,8	...	6,2	6,5	...
Empresas no financieras	-2,1	-1,0	0,1	2,2	2,5	...	2,6	2,8	...
Hogares - viviendas	-1,5	3,0	4,9	6,4	8,0	...	8,4	8,9	...
Hogares - otras finalidades	0,2	5,4	5,7	6,6	6,9	...	7,1	7,1	...
Administraciones públicas	-5,5	0,6	-8,0	3,8	4,8	...	5,7	5,3	...
<b>TOTAL</b>	-1,7	1,9	2,9	4,9	5,8	...	6,1	6,4	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	2,7	2,4	2,3	2,3	2,3	...	-	-	-

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

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

## La productividad europea en perspectiva regional

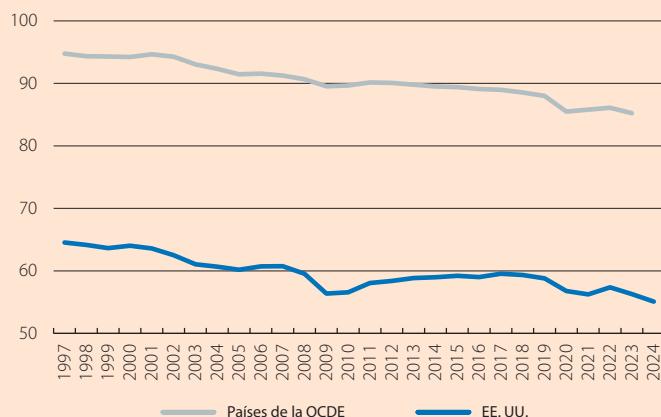
El informe Draghi está inundado ya en su preámbulo de referencias a la persistente brecha de productividad con EE. UU., al bajo crecimiento de esta en la UE y a la necesidad de impulsarla en un contexto de acelerado envejecimiento de la población.<sup>1</sup> Así, un aumento sostenido y más elevado de la productividad se convierte en una prioridad de primer nivel para la economía europea, ya que permitiría, al mismo tiempo, mejorar la capacidad adquisitiva de los ciudadanos, contribuir a mitigar los efectos de la transición demográfica, incluida la sostenibilidad de las cuentas públicas,<sup>2</sup> así como contribuir a mantener un mínimo de relevancia económica en el nuevo escenario geopolítico global. En este Dossier hacemos un recorrido por las dinámicas recientes en la productividad de la UE, con el foco en su dispersión territorial y los factores diferenciadores entre las regiones de mejor y peor desempeño. Comenzamos con unas pinceladas de contexto presentando las principales tendencias.

### Un mal diagnóstico general, se mire como se mire...

El debate sobre qué es la productividad y cómo medirla llenaría probablemente un Dossier propio, por lo que cabe acotar de inicio qué métricas vamos a utilizar de referencia aquí y en los siguientes artículos. Nos decantamos por el PIB por hora trabajada al considerar que es una medida relativamente homogénea de la capacidad de producción (generación de valor añadido) por unidad de tiempo de trabajo. Es también menos sensible al ciclo que la productividad por empleado –como se vio durante la COVID-19– y fácilmente observable frente a las complicaciones de estimación de la productividad total de los factores (PTF).<sup>3</sup> Además, el PIB por hora trabajada es la métrica que, según señala el informe Draghi, explicaría en mayor proporción las diferencias de renta per cápita entre la economía europea y EE. UU. Respecto a su medición, utilizamos la estadística en términos reales para analizar su evolución a lo largo del tiempo y abstraernos del impacto de los precios, y cuando realizamos una foto fija comparativa entre Estados miembros o regiones de la UE, ajustamos los valores nominales por las diferencias en la paridad de poder de compra en cada territorio. Buscamos de esta forma tener la mejor aproximación a una idea tangible –ya sean bienes físicos o servicios prestados–, y no tanto monetaria, de productividad.

#### UE: PIB real por hora trabajada

(% de la economía de referencia)

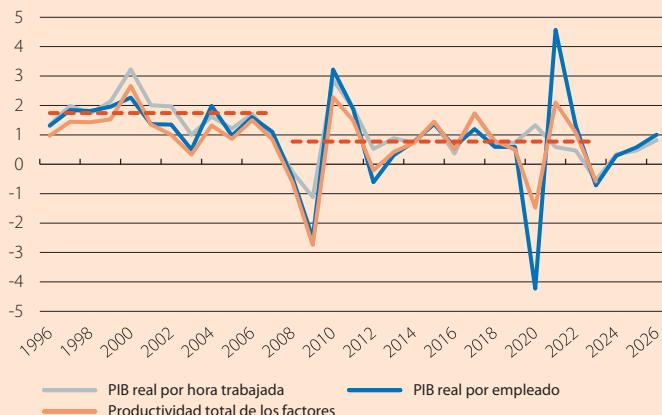


**Nota:** Calculado sobre valores en dólares constantes de 2020 ajustados por paridad de poder adquisitivo.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

#### UE: productividad

Variación anual (%)



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

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

1. Comisión Europea (2024), «The future of European competitiveness».

2. Véase el Dossier [«Desafíos y políticas en la era de la longevidad»](#) en el IM09/2025.

3. Los cambios en la productividad total de los factores miden la variación en la producción de una economía que no viene explicada por aumentos en los factores productivos (capital y trabajo). Por ejemplo, a través de un uso más eficiente de los mismos.

productividad europea (véase el segundo gráfico). Según estimaciones de la OCDE, el PIB por hora trabajada en la UE sería equivalente hoy al 85% del valor para este grupo de economías, frente a un 95% en 1995, mientras que habría seguido una tendencia similar frente al país considerado como frontera tecnológica, EE. UU., pasando de un 65% a un 55% en el mismo periodo.<sup>4</sup>

### Una elevada dispersión territorial que se cierra lentamente

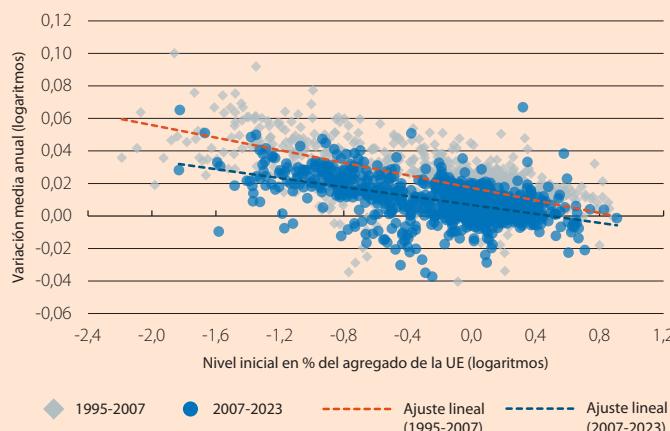
Los datos para el conjunto de la UE, o dentro de los propios Estados miembros, esconden realidades muy heterogéneas entre territorios.<sup>5</sup> Como punto de partida a los análisis más profundos que se presentan en otros artículos de este Dossier, introducimos aquí una panorámica general sobre las diferencias regionales en los niveles de productividad y las dinámicas recientes. Tomamos para ello de referencia la división territorial más detallada definida por Eurostat, la denominada NUTS3, que abarca unas 1.165 unidades en los 27 países de la UE y que para el caso de España se corresponde con las provincias y ciudades autónomas.

Con datos de 2023, la distribución geográfica muestra una concentración de los territorios con mayor productividad en la zona central y norte, mientras que los valores más reducidos se registran en países del este y sur de la UE (véase el mapa). En concreto, entre las divisiones NUTS3 cuyo PIB por hora trabajada es al menos un 25% superior al promedio de la UE, destacan un número significativo de regiones de Irlanda, Dinamarca, Alemania, Bélgica, Francia y Austria. Por el contrario, entre las que presentan una productividad al menos un 25% inferior a la media, se sitúa una mayoría de territorios de Bulgaria, Grecia, Polonia, Portugal, Croacia, Hungría y las repúblicas bálticas.

Frente a esta foto fija de las diferencias en niveles, que constata la persistencia de una enorme heterogeneidad territorial dentro de la UE, resulta de interés evaluar en qué grado ha habido convergencia entre las regiones de menor y mayor productividad. Basándonos en los dos períodos antes identificados en torno a la Gran Recesión, comparamos el nivel del PIB por hora trabajada en el año de inicio con la variación media anual (véase el tercer gráfico). De este ejercicio podemos extraer tres conclusiones. La primera, ya apuntada antes en términos agregados y claramente visible en el gráfico por el desplazamiento hacia abajo de la nube de puntos, es que el crecimiento de la productividad es en promedio más reducido desde 2008, incluido un mayor número de regiones con caídas en el PIB por hora trabajada. La segunda, reflejada en un mayor número de puntos alejados de la línea discontinua que marca el comportamiento promedio, es que el grado de dispersión en la variación de la productividad parece haber aumentado de forma notable para un mismo nivel de partida; esto apuntaría a una mayor relevancia de factores más idiosincráticos en la evolución para las distintas regiones. Y la tercera, ilustrada por el cambio en la pendiente de las líneas discontinuas, es que el ritmo de convergencia ha disminuido también de

### UE: convergencia en productividad entre regiones

Nivel y variación del PIB real por hora trabajada



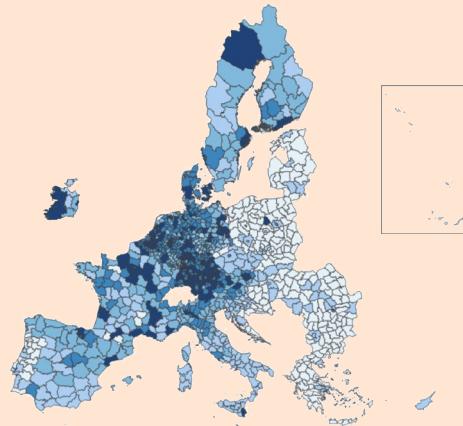
**Notas:** Regiones a nivel NUTS3 (definición de 2024). Nivel inicial en euros ajustados por paridad de poder adquisitivo. Variación en euros constantes de 2020.

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

4. Calculado sobre valores en USD constantes de 2020 ajustados por paridad de poder adquisitivo.

5. Aspachs, O. y Solé, E. (2024), «Evolución de la productividad en Europa: una mirada regional», Cercle d'Economia.

### UE: PIB por hora trabajada en regiones (2023)



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

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

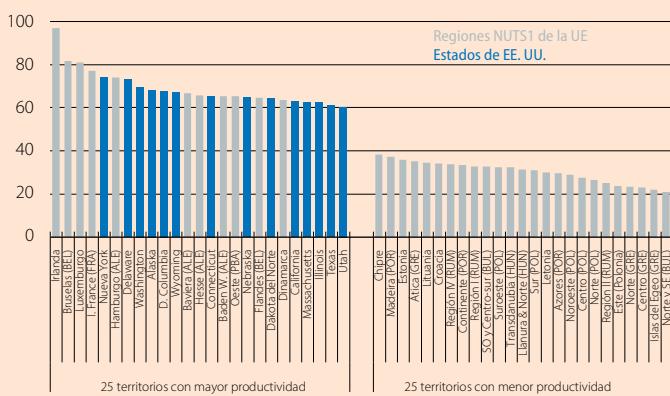
manera significativa en el segundo periodo; esto es, las regiones de menor productividad siguen creciendo más que el resto, pero en menor medida.

### Una mayor convergencia es necesaria para cerrar la brecha con EE. UU.

En numerosas ocasiones se buscan paralelismos entre la UE y la estructura federal al otro lado del Atlántico. La productividad no es una excepción, y entender mejor sus diferencias territoriales puede darnos pistas de qué palancas activar en la economía europea para cerrar la brecha persistente con la estadounidense. Al comparar la dispersión entre países y regiones de la UE con la de los estados de EE. UU., encontramos que el mapa territorial de la productividad es mucho más homogéneo en estos últimos (véase el cuarto gráfico). Este diagnóstico es robusto al uso de diferentes unidades territoriales en la UE y se mantendría incluso si utilizáramos cifras no ajustadas por diferencias en los niveles de precios entre estados de EE. UU.

El resultado de esta mayor dispersión entre regiones europeas, junto a una productividad media más reducida que en EE. UU., sugiere que un buen número de territorios debe encontrarse lejos de la frontera tecnológica. Esta conclusión

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

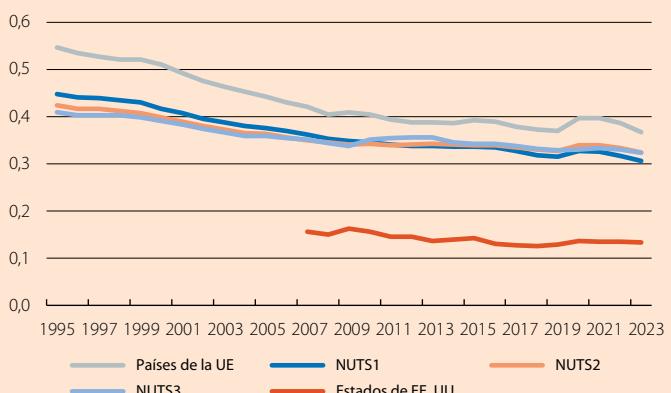


**Notas:** Miles de euros ajustados por paridad de poder adquisitivo. Calculado para EE. UU. sobre el valor añadido bruto en el sector privado no primario. Regiones NUTS1 para la UE (definición de 2024).

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

### Dispersión territorial de la productividad en la UE y EE. UU.

(Desviación típica sobre el promedio)



**Notas:** Dispersión simple no ponderada por población. Productividad medida como PIB por hora trabajada a precios constantes de 2020 ajustados por paridad de poder adquisitivo. Calculado para EE. UU. sobre el valor añadido bruto en el sector privado no primario.

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

se confirma cuando comparamos los niveles de PIB por hora trabajada en estados de EE. UU. con los de las unidades territoriales más similares en la UE, las denominadas NUTS1 (grandes regiones socio-económicas entre 3 y 7 millones de habitantes o países enteros en su defecto). Así, mientras que entre los 25 territorios con mayor productividad –de un total combinado de 143– encontramos un reparto relativamente equitativo entre ambas áreas económicas (algo que se replica en la parte media de la distribución), los 25 registros más bajos se corresponden con regiones europeas, principalmente en el este y el sur de la UE.

En esencia, dedicamos los siguientes artículos de este Dossier a entender cómo podemos acelerar la convergencia entre territorios de la UE (aprendiendo de las regiones que muestran un mejor funcionamiento), lo cual nos permitiría reducir la brecha con EE. UU.

Oriol Aspachs, Javier García-Arenas y David Martínez Turégano  
(con excelente apoyo de investigación en todos los artículos del Dossier por parte de Catalina Becu y Anna Bahí)

## Condicionantes de la dispersión de productividad regional en Europa

La productividad es el motor último del crecimiento económico sostenible y del bienestar a largo plazo. Sin embargo, como hemos visto en el primer artículo de este Dossier ([«La productividad europea en perspectiva regional»](#)), ni su nivel ni su evolución son homogéneas entre territorios, dependiendo de múltiples factores estructurales. Revisamos aquí un amplio conjunto de variables que abarcan aspectos institucionales, geográficos, tecnológicos y vinculados al tejido productivo, caracterizando los diferentes grupos de regiones europeas según su nivel de productividad. Esta aproximación servirá de antecedente al tercer artículo,<sup>1</sup> en el que cuantificaremos su capacidad explicativa respecto a las dinámicas observadas en los últimos 20 años, buscando entender por qué unos territorios han apretado el acelerador de la productividad mientras otros se han quedado al ralentí.

### Candidatos naturales para explicar la brecha territorial de productividad

Revisamos sucintamente en esta sección los aspectos citados con más frecuencia en la literatura económica para explicar las diferencias territoriales de productividad y los canales de transmisión.

En primer lugar, la calidad institucional desempeña un papel crucial. Regiones con mejor gobierno suelen mostrar mayor productividad e incluso potencian los retornos de otros factores como la formación y la innovación a través de la eficiencia regulatoria, la protección de los derechos de propiedad y la confianza de los agentes económicos.<sup>2</sup> Por el contrario, instituciones débiles actúan como cuello de botella para el desarrollo del capital humano o el gasto en I+D, así como para su traslación a ganancias en eficiencia. Las reformas institucionales pueden ser lentas, pero son cruciales para el desarrollo.

En segundo lugar, los aspectos geográficos inciden notablemente. Las regiones densamente pobladas y urbanizadas son propicias para generar economías de aglomeración que elevan la productividad.<sup>3</sup> La concentración de empresas y trabajadores facilita la especialización, el aprendizaje mutuo y servicios más eficientes, mientras que una alta proporción de población viviendo en áreas metropolitanas suele correlacionarse con mayor PIB por trabajador, debido al mejor acceso a mercados y conocimiento. Asimismo, estar rodeado de regiones más productivas incrementa la probabilidad de un territorio para mejorar su posición relativa respecto a otros con similar nivel de productividad.<sup>4</sup>

En tercer lugar, la estructura del tejido productivo regional marca diferencias. Un mayor peso del sector manufacturero suele ir acompañado a mayor productividad y crecimiento a largo plazo, ya que es en sus industrias –especialmente, las de alta complejidad tecnológica– donde se genera la mayor parte de la innovación y ganancias de eficiencia. Estudios recientes apuntan que la pérdida de peso del sector manufacturero en las regiones europeas ha ido acompañada de una ralentización del crecimiento de la productividad.<sup>5</sup> Del mismo modo, el tamaño empresarial es relevante. Las regiones donde una porción significativa del empleo está en empresas medianas y grandes, con mayor capital, tecnología y economías de escala, tienden a ser más productivas que aquellas dominadas por microempresas.<sup>6</sup>

Por último, los factores tecnológicos resultan determinantes en la brecha de productividad regional. Un mayor porcentaje de empleos en sectores de alta tecnología (tanto industriales como de servicios) se asocia a mayores niveles de productividad, ya que actividades como la informática o la electrónica suelen aportar elevado valor añadido por trabajador. Igualmente, la intensidad en I+D repercute positivamente al mejorar la eficiencia y generar *spillovers* que benefician al conjunto del tejido productivo. Diversos análisis han señalado que parte del bajo crecimiento productivo europeo de las últimas décadas se debe a un déficit tecnológico respecto a otras economías avanzadas, incluyendo menor inversión privada en I+D, menor difusión de tecnologías punta y una adopción más lenta de la digitalización.<sup>7</sup>

Cabe destacar que estos factores no actúan de forma aislada, sino que interactúan entre sí. Por ejemplo, unas buenas instituciones potencian el efecto positivo de la aglomeración urbana o de la innovación tecnológica. Del mismo modo, el capital humano formado es menos propenso a emigrar si la región ofrece un entorno dinámico con ciudades atractivas, sectores punteros y buen gobierno. Las regiones europeas más prósperas suelen combinar virtuosamente estos ingredientes, lo que explica gran parte de la dispersión en productividad observada entre territorios.

1. Véase el artículo [«Los factores clave que impulsan las mejoras de productividad a nivel regional europeo»](#) en este mismo Dossier.

2. Rodríguez-Pose, A. y Ganau, R. (2022), «Institutions and the productivity challenge for European regions», *Journal of Economic Geography*, 22(1), 1-25.

3. Ciccone, A. (2002), «Agglomeration effects in Europe», *European Economic Review*, 46(2), 213-227, y Gómez-Tello, A., Murgui-García, M. J. y Sanchis-Llopis, M. T. (2025), «Labour productivity disparities in European regions: the impact of agglomeration effects», *Annals of Regional Science*, 74(1), 123-146.

4. Aspachs Bracons, O. y Solé Vives, E. (2024), «Evolución de la productividad en Europa: una mirada regional», *Cercle d'Economia*.

5. Capello, R. y Cerisola, S. (2023), «Regional reindustrialization patterns and productivity growth in Europe», *Regional Studies*, 57(1), 1-12.

6. Véase el Focus [«Dimensión empresarial y brechas de productividad en la UE»](#) en el IM10/2025.

7. FMI (2025), «Europe's Productivity Weakness: Firm-Level Roots and Remedies», IMF Working Paper n.º 2025/040 y Veugelers, R. (2018), «Are European Firms Falling Behind in the Global Corporate Research Race?», Bruegel Policy Contribution n.º 6.

## Caracterización de las regiones europeas más y menos productivas

Partiendo de las áreas identificadas en la sección anterior como relevantes para explicar diferencias en los niveles de productividad, agrupamos, a continuación, las regiones europeas por quintiles de productividad y las caracterizamos según el valor de las variables representativas de los aspectos institucionales, geográficos, tecnológicos y vinculados al tejido productivo (véase la tabla para la descripción y fuente de las variables empleadas).<sup>8</sup>

### Base de datos: principales variables relevantes del análisis para explicar diferencias en productividad

Variable y descripción	Dimensión representada	Fuente
Productividad por hora trabajada <i>Ajustada por paridad de compra en términos constantes</i>	-	Eurostat
Productividad en las regiones fronterizas <i>Ponderada por la población</i>	Factores geográficos	Eurostat
Densidad <i>Población por km<sup>2</sup></i>	Factores geográficos	Eurostat
Porcentaje de población en el área metropolitana <i>% de la población que vive en área urbana funcional *</i>	Factores geográficos	Eurostat
EQI <i>Índice de calidad institucional**</i>	Marco institucional	Universidad de Gotemburgo
Gasto total en I+D <i>% del PIB</i>	Innovación y capital humano	Eurostat
% de ocupación en sectores de alta tecnología ***	Innovación y capital humano	Eurostat
% de la población con educación secundaria o superior	Innovación y capital humano	Eurostat
% de la ocupación en empresas de >10 trabajadores	Estructura productiva y sectorial	Eurostat
% de horas trabajadas en la industria	Estructura productiva y sectorial	Eurostat

**Notas:** De un total de 244 regiones NUTS2. \* Definida como un territorio compuesto por una ciudad principal y la zona desde la cual las personas se desplazan habitualmente para trabajar en esa ciudad.

\*\* El Índice de calidad institucional mide la percepción de la corrupción y la calidad e imparcialidad de los servicios públicos en la UE. \*\*\* Los sectores de alta tecnología incluyen manufacturas farmacéuticas y electrónicas, y servicios intensivos en conocimiento como TIC e I+D.

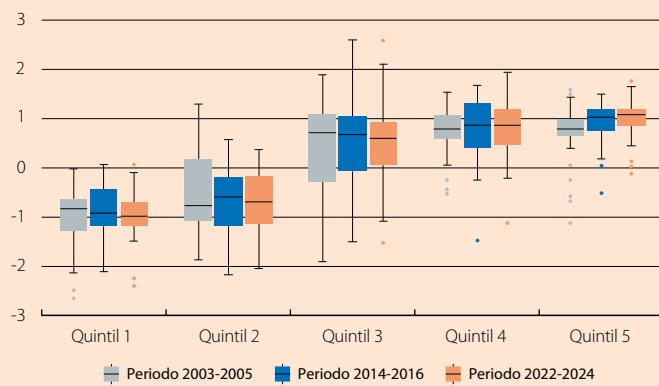
**Fuente:** CaixaBank Research.

En el ámbito institucional, utilizamos el índice europeo de calidad de gobierno elaborado por la Universidad de Gotemburgo (EQI, por sus siglas en inglés), que se publica con frecuencia trienal desde 2010<sup>9</sup> y que incluye aspectos relacionados con la calidad de los servicios públicos y la percepción de la corrupción. Vemos que las regiones más productivas tienden a presentar una calidad institucional significativamente superior, con buena gobernanza y servicios públicos eficaces (véase el primer gráfico). Esta ventaja se ha mantenido relativamente estable a lo largo del tiempo, mientras que las regiones menos productivas muestran mejoras muy limitadas.

Para la dimensión geográfica, utilizamos tres variables: la densidad de población medida como el número de habitantes por kilómetro cuadrado publicada por Eurostat, el porcentaje de población de la región que vive en áreas metropolitanas –definidas como áreas urbanas funcionales<sup>10</sup> y la productividad de las regiones vecinas, que construimos como promedio ponderado por la población. Las regiones más productivas coinciden con grandes núcleos metropolitanos, y esta tendencia se refuerza con el tiempo. En las regiones menos productivas, el crecimiento urbano es más limitado, lo que dificulta la generación de economías de aglomeración. Algo similar se observa para la densidad: esta es mayor en aquellas regiones del quintil más productivo. Y, finalmente, las regiones vecinas pueden influir en la productividad de cada región a través de la proximidad a otros mercados, posibilidad de cooperación transfronteriza, difusión tecnológica y acceso a infraestructuras compartidas. Las regiones europeas más productivas están rodeadas de regiones altamente productivas también (véase el segundo gráfico). En cambio, en las regiones menos productivas, la productividad de las regiones fronterizas es también baja. A lo largo de los tres períodos, se observa una mejora progresiva en los quintiles superiores, especialmente en las de mayor productividad (quintil 5), donde la productividad de las regiones fronterizas se intensifica. Esto podría reflejar una mejor integración económica, aprove-

### Índice de calidad institucional (EQI)\*

Distribución por quintil de productividad



**Notas:** Las cajas representan el intervalo intercuartílico  $IQR = Q3 - Q1$ , donde  $Q1$  es el percentil 25 y  $Q3$  el percentil 75; la línea central es la mediana, y las líneas exteriores muestran los valores dentro del rango normal ( $Q1 - 1,5 \times IQR$ ;  $Q3 + 1,5 \times IQR$ ); los puntos corresponden a observaciones que caen fuera de ese rango (valores atípicos). \* Desvió estándar respecto al promedio europeo, media = 0.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Universidad de Gotemburgo.

8. En este artículo y posteriores, las regiones europeas se corresponden con la unidad de análisis territorial NUTS2 de Eurostat (comunidades autónomas en el caso español).

9. Para 2003-2005, cogemos el valor de 2010.

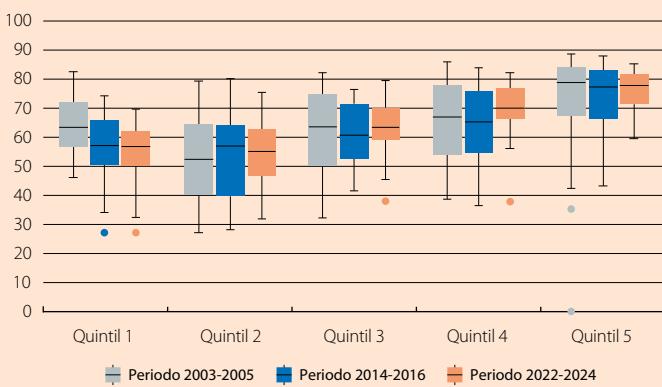
10. Un área urbana funcional es una zona compuesta por una ciudad principal y los municipios cercanos que están conectados a ella, principalmente, por desplazamientos diarios, como ir al trabajo o estudiar; se define por el núcleo urbano, con alta densidad de población y empleo, y la corona periurbana, donde vive gente que trabaja o estudia en el núcleo. Este concepto lo utilizan organismos como Eurostat y la OCDE para entender cómo se organizan realmente las ciudades y sus alrededores, más allá de los límites administrativos, y sirve para planificar políticas públicas, transporte, vivienda, etc.

camiento de redes europeas y mayor dinamismo empresarial. En los quintiles intermedios, la evolución es más moderada, mientras que en los quintiles inferiores apenas hay avances, lo que apunta a persistentes barreras estructurales.

Si nos fijamos en las dimensiones relacionadas con la estructura empresarial, los resultados son también reseñables. En cuanto al porcentaje del empleo en industria, se observa que este es mayor para las regiones del quintil más bajo y luego presenta un perfil indeterminado a medida que las regiones son más productivas. Posiblemente, esta caracterización refleja que Europa del Este –con un bueno número de sus regiones en la parte baja de la distribución– juega un papel relevante en las cadenas de valor industrial centroeuropeas. Por otro lado, el peso del sector presenta una tendencia decreciente en el tiempo, reflejo de la progresiva terciarización productiva consistente con un mayor grado de desarrollo económico de los países. Asimismo, las regiones con mayor productividad presentan una estructura

### Ocupación en empresas >10 trabajadores (%)

Distribución por quintil de productividad



**Nota:** Las cajas representan el intervalo intercuartílico  $IQR = Q3 - Q1$ , donde  $Q1$  es el percentil 25 y  $Q3$  el percentil 75; la línea central es la mediana, y las líneas exteriores muestran los valores dentro del rango normal ( $Q1 - 1,5 \times IQR$ ;  $Q3 + 1,5 \times IQR$ ); los puntos corresponden a observaciones que caen fuera de ese rango (valores atípicos).

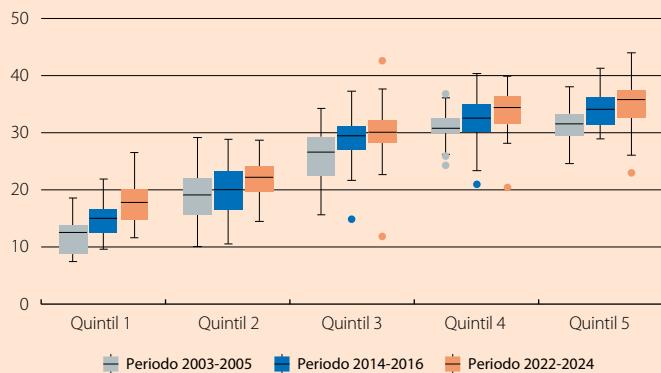
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

de su PIB a actividades de investigación, lo que refuerza su capacidad de generar innovación endógena (véase el cuarto gráfico). En cambio, los quintiles inferiores presentan niveles mucho más bajos, lo que limita su potencial de convergencia tecnológica. Esta brecha estructural se mantiene a lo largo del tiempo. Un patrón similar se obtiene para el porcentaje de la ocupación en empleos de alto potencial tecnológico, dado que cuando nos movemos hacia regiones más productivas, el porcentaje va aumentando.

La evidencia visual sugiere que la calidad institucional, la urbanización y la densidad, la productividad del entorno vecino, la estructura sectorial y empresarial, el capital humano y la intensidad en I+D pueden ser determinantes relevantes de la productividad regional en Europa. En el siguiente artículo, analizamos hasta qué punto las estimaciones cuantitativas confirman esta hipótesis.

### Índice de productividad de regiones fronterizas\*

Distribución por quintil de productividad



**Notas:** Las cajas representan el intervalo intercuartílico  $IQR = Q3 - Q1$ , donde  $Q1$  es el percentil 25 y  $Q3$  el percentil 75; la línea central es la mediana, y las líneas exteriores muestran los valores dentro del rango normal ( $Q1 - 1,5 \times IQR$ ;  $Q3 + 1,5 \times IQR$ ); los puntos corresponden a observaciones que caen fuera de ese rango (valores atípicos). \*PIB por hora trabajada de las regiones vecinas ponderando por la población de dichas regiones.

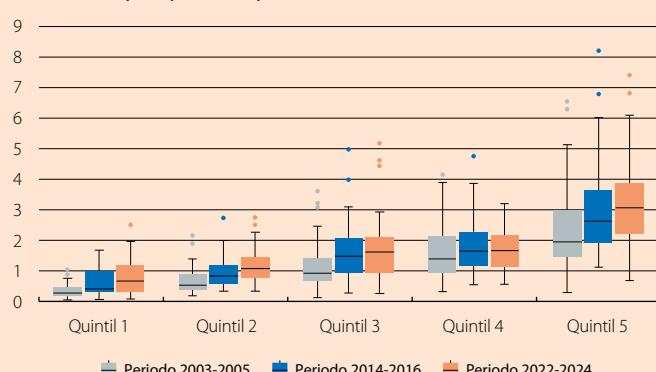
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

empresarial más grande, con mayor porcentaje del empleo en empresas de más de 10 trabajadores, sugiriendo que las empresas de mayor escalabilidad tienen una mayor productividad, tal y como se ha documentado empíricamente en la literatura económica (véase el tercer gráfico). Esta diferencia se mantiene en el tiempo, aunque los quintiles intermedios muestran cierta mejora. En las regiones menos productivas, predomina el empleo en microempresas, lo que limita la capacidad de escalar.

Si nos fijamos en las variables de innovación y capital humano, la relación también va en la dirección prevista. En todas las regiones ha aumentado el porcentaje de personas con estudios superiores en los últimos 20 años, pero es en las regiones más productivas donde dicho porcentaje es mayor (lo mismo ocurre para estudios secundarios o superiores). Asimismo, desde el primer periodo, se observa que las regiones más productivas destinan una proporción significativamente mayor

### Gasto total en I+D\*

Distribución por quintil de productividad



**Notas:** Las cajas representan el intervalo intercuartílico  $IQR = Q3 - Q1$ , donde  $Q1$  es el percentil 25 y  $Q3$  el percentil 75; la línea central es la mediana, y las líneas exteriores muestran los valores dentro del rango normal ( $Q1 - 1,5 \times IQR$ ;  $Q3 + 1,5 \times IQR$ ); los puntos corresponden a observaciones que caen fuera de ese rango (valores atípicos). \*% del PIB.

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

Oriol Aspachs, Javier García-Arenas y David Martínez Turégano

(con excelente apoyo de investigación en todos los artículos del Dossier por parte de Catalina Becu y Anna Bahí)

## Los factores clave que impulsan las mejoras de productividad a nivel regional europeo

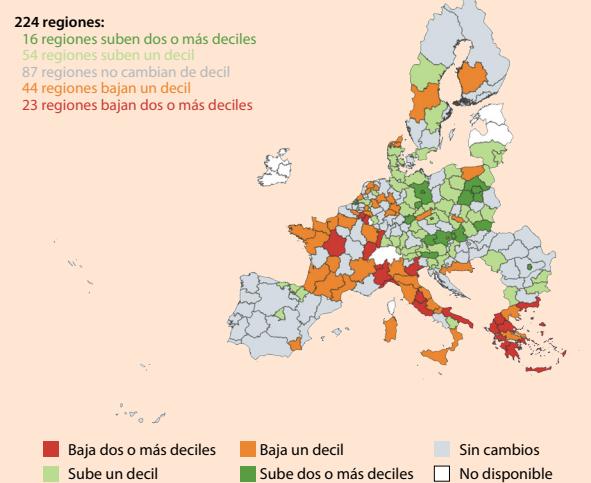
En este artículo, analizamos en profundidad cuáles son y qué contribución cuantitativa tienen los factores económicos clave que impulsan la productividad a nivel regional europeo. Tras constatar en el artículo precedente que existen diferencias destacables en la evolución de las principales variables relacionadas con la productividad,<sup>1</sup> es momento ahora de identificar cuáles tienen un impacto positivo más relevante.

### ¿Cómo dar un salto en productividad?: una primera aproximación descriptiva

El objetivo de este artículo es caracterizar los patrones que presentan las regiones europeas más exitosas (*outperformers*), entendidas como aquellas que han mostrado un mejor comportamiento respecto a sus homólogos con un punto de partida similar, lo que les ha permitido mejorar su posición en el *ranking* en la distribución de productividad europea en los últimos 20 años. Realizamos un análisis similar en el siguiente artículo poniendo el foco en los cambios de decil de las regiones españolas.<sup>2</sup>

Para analizar los movimientos entre regiones europeas en los últimos años, las agrupamos en 10 deciles, de menor a mayor productividad.<sup>3</sup> Entre 2004 y 2023,<sup>4</sup> el 61% de las regiones europeas (137 de 224) han cambiado de decil. De ellas, 70 han subido y 67 han bajado.<sup>5</sup> Entre las que han mejorado, destacan Alemania (17 suben de 38, de las cuales suben las 8 regiones del Este), Austria (7 de 9), Polonia (11 de 17) y Dinamarca (3 de 5). En contraste, Francia no registra ninguna subida, e Italia apenas 2 (de 21 regiones). Entre las que han retrocedido, salen señaladas Grecia, cuyas 13 regiones han caído de decil y 11 de ellas más de 1 decil; e Italia, con 16 caídas (76% de sus regiones), y dentro de ellas el Sur (Mezzogiorno), donde 6 de 8 han perdido posición. También Francia, con 14 caídas de decil (de 21) destaca negativamente.<sup>6</sup>

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



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

*Fuente:* CaixaBank Research.

Empezamos con un análisis descriptivo que ayuda a tener evidencia visual de cuáles son las principales variables de nuestra muestra<sup>7</sup> para las que una buena (mala) posición relativa inicialmente en 2004 es especialmente relevante para subir (bajar) de decil entre 2004 y 2023.<sup>8,9</sup> En el caso de las regiones que suben de decil, las principales variables donde están mejor inicialmente que regiones con una productividad similar son principalmente componentes geográficos y relacionados con el capital humano y la innovación:<sup>10</sup> la densidad de población, el porcentaje de ocupación en sectores de tecnología punteros, el porcentaje de la población con estudios secundarios o superiores y la inversión en I+D. También tener un tamaño empresarial mayor

1. Véase el artículo [«Condicionantes de la dispersión de productividad regional en Europa»](#) en este mismo Dossier.

2. Véase el artículo [«Las claves para que las CC. AA. españolas mejoren la productividad»](#) en este mismo Dossier.

3. El 10% de las regiones con un nivel de productividad inferior forman el primer decil. El 10% siguiente corresponde al segundo decil. Así, sucesivamente. Finalmente, el 10% de las regiones europeas con un nivel de productividad más elevado corresponde al décimo decil.

4. En realidad, utilizamos los períodos 2003-2005 y 2022-2024 utilizando, para cada uno, el promedio de la productividad y variables explicativas de los años disponibles, a los que por simplicidad se hará referencia en el resto del artículo como 2004 y 2023, respectivamente.

5. Aunque el número total de movimientos hacia arriba y hacia abajo entre 2004 y 2023 es el mismo, esto no implica necesariamente que coincida el número de regiones que han mejorado con el de las que han empeorado. Esto se debe a que algunas regiones han experimentado más de un ascenso o descenso a lo largo del periodo. Además, no todos los movimientos son de un solo decil; en algunos casos, el salto ha sido de varios deciles. Por tanto, desde un punto de vista estrictamente matemático, es posible que el recuento de regiones que han subido no coincida con el de las que han bajado, a pesar de que el número total de movimientos esté equilibrado.

6. Los datos de España se comentan en detalle en el artículo [«Las claves para que las CC. AA. españolas mejoren la productividad»](#) en este mismo Dossier.

7. Estas variables se explican en todo detalle en el artículo [«Condicionantes de la dispersión de productividad regional en Europa»](#) en este mismo Dossier.

8. En general, es un aumento de un decil al siguiente, aunque hay algunos casos (16 sobre 70) en los que al cabo de 20 años se está dos o más deciles más arriba.

9. En concreto, se calcula la diferencia normalizada o puntuación zeta (normalizar permite comparar magnitudes para las distintas variables) en 2004 del promedio de los determinantes de la productividad entre las regiones europeas que suben/bajan de decil entre 2003-2005 y 2022-2024 y las que no cambian de decil para cada decil y, finalmente, se pondera teniendo en cuenta cuántas regiones suben de decil en cada decil respecto al total en la muestra.

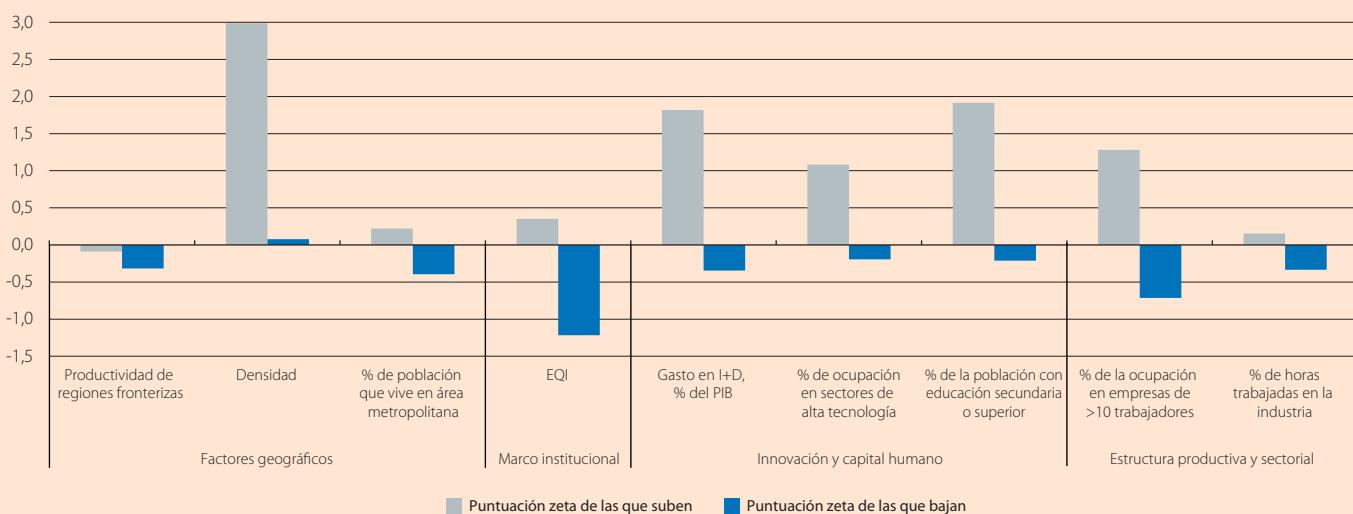
10. Realizamos esta comparativa por decil y luego ponderamos según el número de regiones que mejoran en cada decil respecto al total de regiones que mejoran en toda la muestra.

que el de regiones en niveles de productividad similares ayudará a una región europea a ganar posiciones posteriormente en la distribución de productividad. En sentido contrario, uno de los dos principales factores que anticipan posteriores bajadas de decil es una calidad institucional insuficiente, lo que pone de relieve la importancia de unas instituciones saludables que aseguren un buen *playing field* para evitar perder posiciones. El otro factor es un porcentaje bajo de ocupación en empresas de más de 10 trabajadores.

Este análisis, al considerar toda la distribución de productividad, puede ocultar que los factores que diferencian inicialmente a las regiones que progresan de las que se estancan varían significativamente según el nivel inicial de productividad. En los deciles 1-3, destaca que las regiones que han subido de decil en los últimos 20 años presentaban inicialmente una densidad mucho mayor. En cambio, en los deciles 8-10, las diferencias más notables entre regiones que progresan y las que se estancan se observan en educación y, en menor medida, en calidad institucional y productividad de las regiones vecinas. Finalmente, en los deciles 3-7, que es donde se sitúan las comunidades autónomas españolas, las regiones que han logrado subir de decil destacan por mayores densidad y área metropolitana, mayor porcentaje de población con educación secundaria o superior, mayores porcentajes de horas trabajadas en la industria y mayor calidad institucional. La importancia de los condicionantes geográficos en estos deciles intermedios sugiere que, en la España vaciada, la ausencia de economías de aglomeración representa un obstáculo significativo para progresar en el *ranking* de productividad europeo.

### **Determinantes de la productividad: diferencias iniciales por decil entre las regiones europeas que suben/bajan de decil entre 2004 y 2023 y las que no cambian de decil**

Puntuación zeta ponderada\*



**Nota:** Indicador global =  $\sum_{j=1}^{10} (\text{Peso}_j \times Z\text{-score}_j) = \sum_{j=1}^{10} \left( \frac{N \text{ regiones que suben en decil } j}{N \text{ total de regiones que suben}} \times \frac{\text{Media}_{suben,j}^{2004} - \text{Media}_{estancadas,j}^{2004}}{\text{Desv. estándar}_{estancadas,j}^{2004}} \right)$

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

### **Las claves para progresar: geografía, instituciones y capital humano e innovación**

En esta segunda parte del artículo, pasamos a caracterizar con técnicas econométricas más sofisticadas cómo son las regiones más exitosas o *outperformers*. Tales regiones han logrado distinguirse por una mejora de la productividad respecto a sus homólogos en el punto de partida. Para caracterizarlas, estimamos una regresión lineal múltiple con las regiones que han mejorado su posición relativa utilizando como variable dependiente su crecimiento de la productividad entre 2004 y 2023 respecto al crecimiento promedio de la productividad de aquellas regiones que se han estancado, pero que en 2004 estaban en el mismo decil (a esta variable la llamamos, a partir de ahora, crecimiento diferencial de la productividad). A continuación, estudiamos, a partir de la descomposición de la varianza, el peso de los condicionantes demográficos,<sup>11</sup> institucionales,<sup>12</sup> tecnológicos y capi-

11. Densidad, porcentaje de la población viviendo en áreas metropolitanas (definidas como áreas urbanas funcionales), porcentaje de población viviendo en zonas urbanas y ciudades y productividad de las regiones fronterizas.

12. Índice EQI.

tal humano<sup>13</sup> y de estructura productiva,<sup>14</sup> presentados en el artículo anterior, para explicar el crecimiento diferencial de la productividad para las regiones que han mejorado su posición relativa.<sup>15</sup>

Los resultados (véase el último gráfico) muestran que las cuatro categorías de variables incluidas en nuestro análisis tienen un peso muy importante a la hora de explicar que algunas regiones logren en los últimos 20 años «despegar» en términos de productividad y crecer más que otras regiones que estaban inicialmente en una posición similar. En concreto, estas cuatro categorías en su conjunto explican prácticamente el 85%<sup>16</sup> del crecimiento diferencial de la productividad de los *outperformers*.

Destacan especialmente los condicionantes geográficos y las instituciones. En particular, los geográficos explican en torno a una cuarta parte del crecimiento diferencial de la productividad. Cuando miramos qué variables de esta dimensión son estadísticamente significativas para el crecimiento diferencial de la productividad, destaca el hecho de tener inicialmente una elevada densidad y el crecimiento del porcentaje de la población de la región viviendo en áreas urbanas, lo que sugiere la importancia de las economías de aglomeración, un concepto acuñado por los economistas para subrayar que la proximidad física de las personas, trabajadores, empresas, etc., nos enriquece.<sup>17</sup> De ahí la importancia de que las políticas públicas ayuden a crear polos urbanos vibrantes y dinámicos.

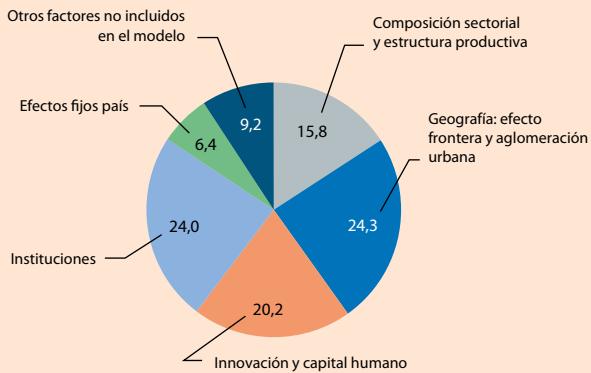
Asimismo, la variable de calidad institucional EQI explica alrededor de una cuarta parte del crecimiento diferencial de la productividad en regiones que han mejorado su posición relativa entre 2004 y 2023, lo que refuerza la importancia de tener en cuenta variables institucionales a la hora de analizar el crecimiento de la productividad de las regiones europeas. Este resultado entronca con la literatura económica, abanderada por los premios Nobel Daron Acemoglu y James Robinson, que documenta la importancia para el crecimiento económico de unas instituciones fuertes que respeten los derechos de propiedad y estimulen la inversión y el florecimiento de una clase media amplia.

A continuación, las variables relacionadas con el capital humano y la innovación explican en torno a una quinta parte del crecimiento diferencial de la productividad en regiones que han mejorado su posición relativa entre 2004 y 2023. Más de dos tercios corresponden a la inversión en I+D y de la ocupación en sectores de alto valor tecnológico.

Finalmente, las variables que conforman la estructura productiva de las regiones explican algo menos de una quinta parte del crecimiento diferencial de la productividad en regiones que han mejorado su posición relativa entre 2004 y 2023.<sup>18</sup> De las variables de esta categoría cabe destacar una relación positiva y estadísticamente significativa entre la ocupación en empresas de tamaño grande en 2004 y el crecimiento diferencial de la productividad. Ello no debería sorprender dada la abundante literatura que documenta una relación positiva entre la dimensión de las empresas y la productividad: las empresas grandes son más longevas, exportan más, diversifican más sus fuentes de financiación y son más innovadoras.<sup>19</sup>

### **Factores explicativos del crecimiento de la productividad en 2004-2023 de las regiones europeas que han subido de decil respecto al crecimiento promedio de las que se han estancado partiendo del mismo decil en 2004**

(% de la varianza total)



Fuente: CaixaBank Research.

13. Inversión en I+D, porcentaje de la ocupación en empleo de alta tecnología y porcentaje de la población con niveles educativos secundarios o superiores.
14. Horas trabajadas sobre el total en industria, horas trabajadas sobre el total en los servicios, stock de capital físico, así como el porcentaje de los trabajadores en empresas de más de 10 trabajadores.
15. Este método también se conoce como descomposición de Shapley. En concreto, utilizamos como regresores los niveles en 2004 de las variables explicativas e interacciones de su nivel en 2004 con su crecimiento diferencial (es decir, para cada región que ha subido de decil su crecimiento menos el crecimiento promedio de las que se han estancado y partían de su mismo decil) para incorporar efectos de convergencia. Los resultados son similares si en lugar del nivel inicial cogemos su nivel inicial relativo al nivel inicial de las que se estancaron por decil.
16. También incluimos efectos fijos país, para los países con más regiones que suben de decil, para capturar factores idiosincráticos a nivel de país no absorbidos en el resto de las variables. Estos efectos fijos tienen una contribución del 6,4% a la varianza total.
17. Véase el artículo «[El factor urbano del mercado laboral](#)» en el Dossier del IM06/2016.
18. El 100% incluye aquí un 9,2% de otros factores no incluidos en nuestro análisis, así que es sobre el total de la varianza explicada (90,8%) y la no explicada (9,2%).
19. Véase el Focus «[La especialización sectorial penaliza la productividad de la economía española](#)» en el IM11/2023.

## Las claves para que las CC. AA. españolas mejoren la productividad

El estudio de la productividad es fundamental para valorar la situación y el potencial de crecimiento de cualquier economía, pero resulta especialmente relevante en el caso de la española. Nuestra economía viene caracterizándose desde hace mucho tiempo por un crecimiento de la productividad relativamente bajo, algo que todavía no está claro que haya cambiado en los años más recientes.

Por ejemplo, el crecimiento del PIB por empleado ha crecido un 0% entre el 4T 2019 y el 3T 2025, un dato inferior al 0,3% mostrado entre el 4T 2014 y el 4T 2019. El crecimiento del PIB por hora trabajada ha mostrado algo más de dinamismo, y se ha situado en el 0,4% en promedio entre el 4T 2019 y el 3T 2025, ritmo similar al 0,5% observado en el periodo 4T 2014-4T 2019. No obstante, este resultado se ha visto impulsado por la caída de las horas trabajadas por empleado,<sup>1</sup> una fuente de mejora de recorrido limitado.

Para identificar los factores que frenan el crecimiento de la productividad en la economía española, y aquellos que podrían impulsarla, nos centramos en la evolución de la productividad de las distintas comunidades autónomas (CC. AA.) y en sus determinantes comparados con otras regiones europeas.

### Posición relativa de las CC. AA. en el ranking de productividad europea

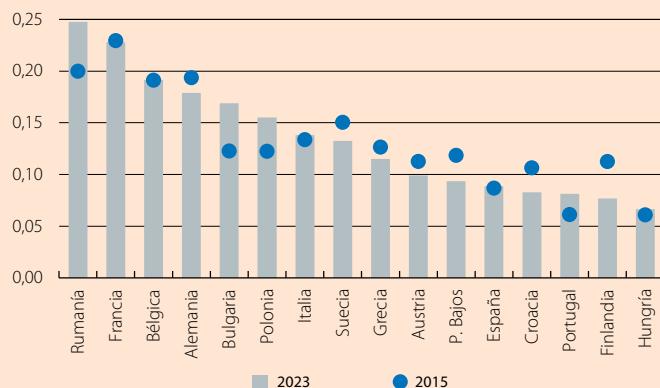
En general, las CC. AA. presentan un nivel de productividad cercano a la mediana europea.<sup>2</sup> En la distribución de la productividad regional europea, las CC. AA. de España se sitúan entre los deciles 4 y 6.<sup>3</sup> La Región de Murcia es la única que se encontraba un escalón por debajo, en el decil 3, mientras que el País Vasco se halla algo por encima, en el decil 7, más cerca de las regiones punteras de Europa.<sup>4</sup> La dispersión de los niveles de productividad entre las distintas CC. AA. españolas ha aumentado ligeramente en las últimas décadas. No obstante, si comparamos la dispersión de la productividad regional en España con la del resto de países de la UE, observamos que es relativamente reducida, claramente por debajo de la que registran economías de referencia como Alemania, Francia e Italia (véase el primer gráfico).

La posición relativa de las distintas CC. AA. en el ranking de productividad europea es bastante similar a la de hace dos décadas, sin grandes cambios. Solo Cantabria, la Comunidad Foral de Navarra, la Comunidad de Madrid y el País Vasco han escalado una posición; por el contrario, la Región de Murcia ha retrocedido un escalón. Esta estabilidad contrasta con la dinámica observada en la mayoría de los países europeos. En algunos países –como Alemania, Austria o Dinamarca–, sus regiones han registrado ascensos generalizados en el ranking, mientras que en otros –como Francia, Grecia e Italia– un buen número de regiones ha experimentado un descenso.

Para evaluar la situación de cada comunidad autónoma y valorar hasta qué punto puede mejorar su posición, analizamos con más detalle los principales determinantes de su productividad. Para ello nos basamos en los factores ya mencionados en los otros artículos del Dossier: los condicionantes geográficos e institucionales, la estructura productiva y la capacidad de innovación de cada región. Concretamente, desarrollamos un modelo estadístico para estimar la probabilidad de que cada comunidad autónoma cambie de decil de productividad, dada la situación de estos condicionantes.<sup>5</sup> Nuestro modelo muestra buena capacidad predictiva: obtenemos que el 50% de las regiones europeas que estaban en los cuartiles con probabilidad medio-alta y alta de progresar de

### Dispersión de la productividad regional por país de la UE

(Desviación estándar sobre el promedio)



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

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

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

2. Siguiendo la metodología del resto de artículos del Dossier, la medida de productividad utilizada es el PIB por hora efectivamente trabajada.

3. Datos referentes a 2022-2024, último dato disponible para la comparación entre las regiones europeas. Como en el resto de los artículos del Dossier, se analizan tres períodos representativos de relativa normalidad: pre-Gran Recesión (2003-2005), pre-COVID (2014-2016) y periodo reciente (2022-2024) utilizando, para cada uno, el promedio de los años disponibles, al que por simplicidad se hará referencia en el resto del artículo como 2004, 2015 y 2023, respectivamente.

4. Véanse los gráficos al final del artículo para ver en detalle en qué decil se ubica cada comunidad autónoma.

5. Concretamente, se estima un modelo *probit* para el conjunto de regiones europeas, donde la variable dependiente indica si la región ha subido o no de decil de productividad entre 2004 y 2023. Las variables explicativas incluyen factores geográficos, institucionales, de estructura productiva, de inversión en innovación y de capital humano, además del decil de productividad en el que cada región se encontraba en 2004.

decil en 2004 efectivamente han mejorado de decil estos 20 años. Asimismo, el 90% de las regiones europeas que han subido de decil se situaban hace 20 años en los dos cuartiles con probabilidades medio-altas y elevadas de subir de decil.

Como muestra la tabla adjunta, la mayoría de las regiones españolas tienen una probabilidad relativamente baja de escalar posiciones.<sup>6</sup> Solo cuatro de ellas presentan una probabilidad elevada: Cataluña, la Comunidad de Madrid, la Comunidad Valenciana y la Región de Murcia. En el pasado, en este grupo también figuraban la Comunidad Foral de Navarra y el País Vasco, pero ambas ya escalaron una posición en las últimas décadas y, hoy en día, se encuentran en un decil de productividad más acorde con la situación de sus condicionantes.

### **Probabilidad de escalar posiciones en el ranking de productividad regional europeo**



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

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

**Fuente:** CaixaBank Research.

### **¿Qué deben hacer las CC. AA. para mejorar en el ranking de productividad europea?**

Finalmente, para entender mejor en qué dimensiones destaca cada comunidad autónoma y qué factores dificultan que su posición en el ranking de productividad europeo mejore, comparamos la situación de los distintos determinantes de la productividad con la del 25% de las regiones europeas mejor situadas de su decil para subir de decil. Por ejemplo, tomemos las CC. AA. ubicadas en el decil 4 de productividad y las comparamos con regiones europeas de referencia dentro de ese decil, como la región de Zagreb (Croacia), la de Vilna (Lituania) o Wrocław (Polonia). En este caso, destacan positivamente las ventajas que supone para la Comunidad Valenciana y Castilla-La Mancha el encontrarse cerca de otras regiones más productivas, como Cataluña y Madrid, respectivamente. Por el contrario, los principales elementos que frenan una mejora en el ranking de productividad europeo son los relacionados con la estructura productiva (por ejemplo, el reducido tamaño medio de las empresas), ciertos factores geográficos (como el porcentaje de población que reside en áreas metropolitanas) y el nivel de capital humano (en especial, el porcentaje de población con educación secundaria o superior).

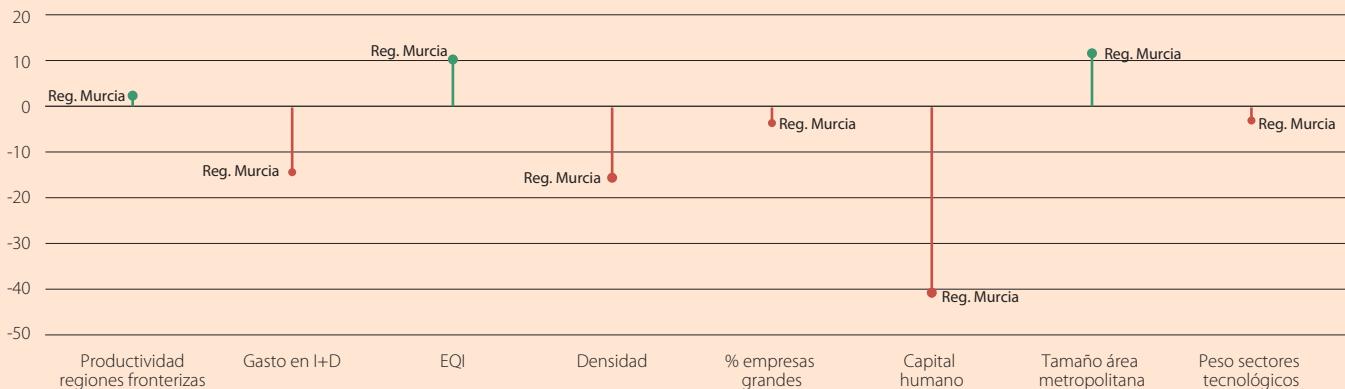
De igual forma, las CC. AA. situadas en el decil 5 se comparan con regiones de referencia como Mecklemburgo-Pomerania (Alemania), Chemnitz (Alemania) y Frisia (Países Bajos). En muchas CC. AA. de este decil destacan positivamente algunos factores geográficos, como el tamaño de su área metropolitana y la densidad de población. Estos aspectos, tal y como se ha observado en artículos anteriores del Dossier, están estrechamente correlacionados con el progreso de las regiones más productivas. Cataluña sobresale en este grupo por presentar un gasto en I+D superior al del 25% de las regiones europeas con mayor probabilidad de mejorar en su decil. Sin embargo, la calidad institucional de todas las CC. AA. de este decil resulta claramente inferior en comparación con las regiones de referencia. Este factor también lastra a las situadas en los deciles superiores 6 y 7, como la Comunidad Foral de Navarra, la Comunidad de Madrid y el País Vasco. En el caso de la Comunidad de Madrid, destacan positivamente la alta densidad demográfica y la amplitud de su área metropolitana, junto con el hecho de contar con un tejido empresarial de tamaño relativamente grande. Por su parte, en el País Vasco sobresale el esfuerzo inversor en I+D.

6. Según la distribución de probabilidades predichas por el modelo *probit*, la mayoría de las CC. AA. españolas se sitúan en los cuartiles 1 y 2.

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

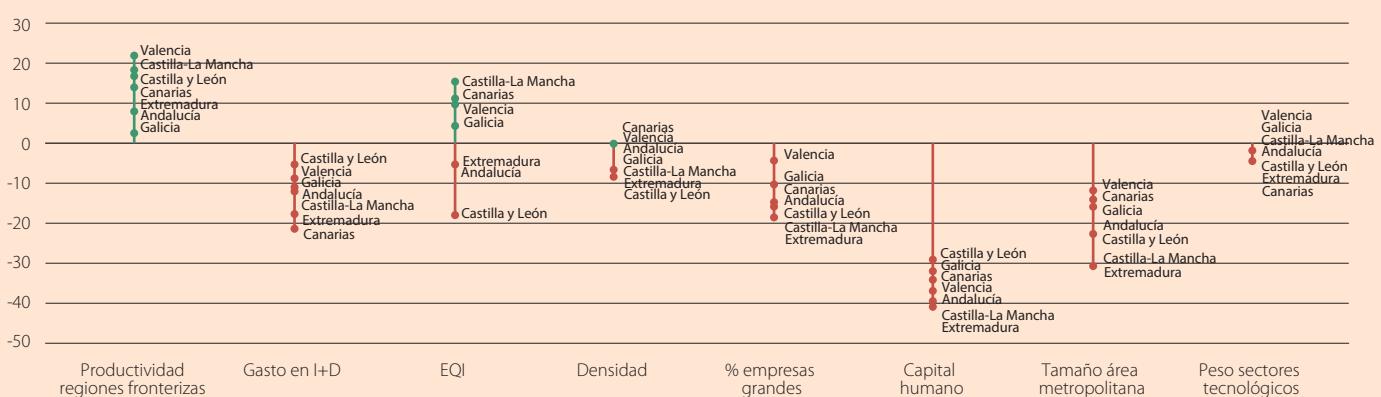
**Decil 3: diferencia respecto al promedio del top 25%**

(p. p.)



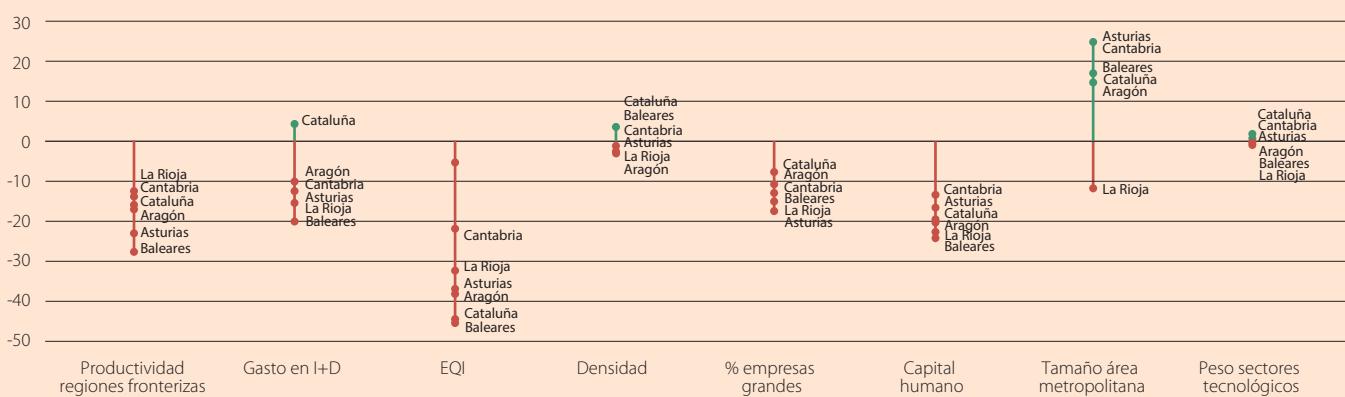
**Decil 4: diferencia respecto al promedio del top 25%**

(p. p.)



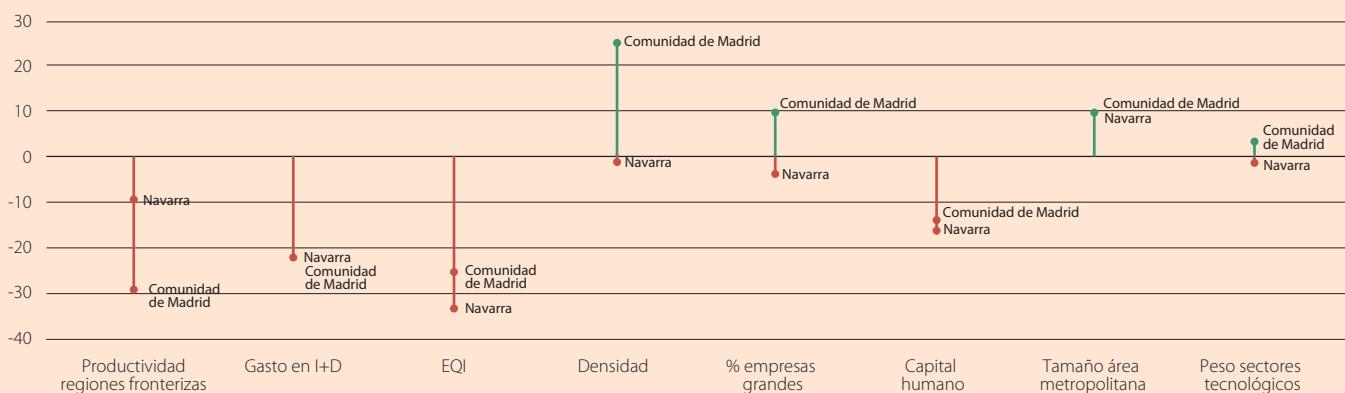
**Decil 5: diferencia respecto al promedio del top 25%**

(p. p.)



**Decil 6: diferencia respecto al promedio del top 25%**

(p. p.)

**Decil 7: diferencia respecto al promedio del top 25%**

(p. p.)



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

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

Fuente: CaixaBank Research.

En definitiva, todas las CC. AA. cuentan con algunas dimensiones sobre las que poder apoyarse y seguir mejorando su productividad, y algunas áreas en las que se encuentran con cierta desventaja. Ninguna de ellas es insalvable. Si se corrigen, la capacidad de crecimiento de su economía mejorará. Del estudio también se desprende la importancia de los factores geográficos. Por ello, si el esfuerzo es conjunto entre todas las CC. AA., la probabilidad de éxito aún será mayor.

*Oriol Aspachs, Javier García-Arenas y David Martínez Turégano  
(con excelente apoyo de investigación en todos los artículos del Dossier por parte de Catalina Becu y Anna Bahí)*

## Conoce nuestras publicaciones:



### 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.



### Observatorio Sectorial 2S 2025

La economía española atraviesa una fase de expansión sólida y transversal, con un crecimiento equilibrado entre sectores y una notable resiliencia frente a un contexto internacional complejo. Además, la reducción de la temporalidad laboral y el buen momento de la industria manufacturera, en parte gracias a la ventaja competitiva energética respecto a Europa, son vientos a favor del actual dinamismo sectorial.



### 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 y 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.

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:

# Economía en tiempo real

Sigue la evolución de la economía española a través de nuestros indicadores en tiempo real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

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., 2026

© Banco BPI, 2026

Diseño y producción: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)  
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

