

IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 508 | FEBRERO 2026



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

Innovación, expectativas y vértigo: ¿redefine la concentración por la IA a Wall Street?

Primas de riesgo y macroeconomía: una relación robusta y transversal

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Horas trabajadas y productividad: ¿es España un caso atípico en la UE?

Hay razones para que la vivienda sea la principal preocupación de la ciudadanía europea

Las distintas velocidades de la inflación: un cálculo diferencial para el BCE

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Necesidades de financiación del Tesoro en 2026: elevadas pero absorbibles gracias a la fuerte demanda

La rotación empresarial, un reto estructural de la restauración española

Indicador salarial de CaixaBank Research: nuevas perspectivas por tamaño empresarial y permanencia laboral

INFORME MENSUAL

Febrero 2026

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
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*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/
<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

5 de febrero de 2026

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Innovación, expectativas y vértigo: ¿redefine la concentración por la IA a Wall Street?*

David del Val Gómez

11 *Primas de riesgo y macroeconomía: una relación robusta y transversal*

14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

16 *Horas trabajadas y productividad: ¿es España un caso atípico en la UE?*

David Martínez Turégano

18 *Hay razones para que la vivienda sea la principal preocupación de la ciudadanía europea*

David Martínez Turégano

21 *Las distintas velocidades de la inflación: un cálculo diferencial para el BCE*

25 ECONOMÍA ESPAÑOLA

27 *Necesidades de financiación del Tesoro en 2026: elevadas pero absorbibles gracias a la fuerte demanda*

Javier García-Arenas

30 *La rotación empresarial, un reto estructural de la restauración española*

Pedro Álvarez Ondina

32 *Indicador salarial de CaixaBank Research: nuevas perspectivas por tamaño empresarial y permanencia laboral*

Josep Mestres Domènech

35 ECONOMÍA PORTUGUESA

Crecer de forma dinámica, equilibrada y duradera

La economía española continúa avanzando a un ritmo dinámico. Son ya varios años encadenando un crecimiento relativamente elevado, tanto en perspectiva histórica como en comparación con la mayoría de economías desarrolladas. Y también un año más el crecimiento ha superado las previsiones de la mayor parte de analistas, incluidos los de CaixaBank Research. Así, 2025 cerró con una notable aceleración, con un crecimiento intertrimestral del 0,8% en el 4T. En el conjunto del año, el PIB avanzó un 2,8%: el doble que el de la eurozona, 1 p. p. por encima del promedio desde el año 2000 y 0,5 p. p. superior a lo previsto un año atrás. El balance de 2025 es, por tanto, positivo.

Los últimos datos también confirman el giro en los motores de crecimiento. La actividad ya no está impulsada principalmente por la demanda externa neta y el consumo público, sino por el consumo de los hogares y la inversión. En este ámbito destaca el fuerte impulso de la inversión en intangibles, mientras que la inversión en bienes de equipo ha ganado tracción en los últimos trimestres. Con una demanda interna vigorosa y unos socios comerciales aún débiles, es lógico que las importaciones crezcan más que las exportaciones. En otras palabras, la demanda externa resta crecimiento. No obstante, las exportaciones continúan aumentando –especialmente las de servicios turísticos y no turísticos– y el saldo por cuenta corriente se mantiene claramente en positivo, por encima del 2% del PIB.

El dinamismo de los indicadores recientes y la composición del crecimiento nos obligarán a revisar al alza el escenario macroeconómico. La previsión actual de avance del PIB para 2026 se sitúa en el 2,1%, pero los últimos datos sugieren que podría acercarse al 2,5%.

La economía española podría crecer aún más y prolongar el ciclo expansivo si lograra mejorar la productividad. En 2025, el PIB por hora trabajada aumentó un 0,7%, apenas 2 décimas por encima del promedio de 2014-2019 y apoyado, sobre todo, en la reducción de las horas trabajadas por ocupado. El PIB por ocupado, de hecho, no ha aumentado ni el año pasado ni en el acumulado desde 2019. Al reto de la productividad se suma la creciente escasez de vivienda y el aumento de su precio, que, además de sus implicaciones sociales –particularmente para los colectivos más vulnerables–, puede actuar como freno al limitar la movilidad geográfica y la capacidad de consumo e inversión de los hogares.

En positivo, es destacable que el actual ciclo expansivo no va acompañado del incremento de desequilibrios macroeconómicos característico de fases anteriores; más bien al contrario. La deuda privada, que entre 2000 y 2007 creció de forma sostenida y pronunciada, se ha reducido de manera continuada en los últimos años y se encuentra en niveles históricamente bajos, claramente por debajo de la media de la eurozona. Lo mismo ocurre con la posición deudora neta frente al resto del mundo: tras acercarse al 100% del PIB en 2007, viene descendiendo de forma sostenida y se sitúa ya cerca del 40%. En el contexto actual, esta reducción es especialmente relevante, al disminuir la vulnerabilidad frente a cambios en el sentimiento de los inversores internacionales.

Un desequilibrio que sigue planteando dificultades es el de las finanzas públicas, un reto compartido con varias economías avanzadas. En Francia, el Reino Unido o EE. UU., la deuda pública se mantiene en niveles elevados y con tendencia creciente. En España, la deuda pública lleva años reduciéndose, aunque lentamente. Según estimaciones de CaixaBank Research, en 2025 cayó alrededor de 0,5 p. p., pero se mantiene aún por encima del 100% del PIB.

Lograr un crecimiento dinámico, equilibrado y duradero exige una atención constante en múltiples frentes, especialmente a medida que el ciclo avance. El contexto internacional no invita al optimismo. Sin embargo, el punto de partida de la economía española es mejor de lo previsto, el crecimiento no se apoya en la acumulación de desequilibrios, y la inteligencia artificial –y el avance tecnológico en general– abre un amplio abanico de oportunidades si se sabe aprovechar. Con estos mimbres, 2026 puede volver a ser un buen año.

Oriols Aspachs
Febrero 2026

Cronología

<p>ENERO 2026</p> <p>14 El año 2025 fue el tercero más cálido registrado (1940-2025) y 1,5ºC superior al promedio preindustrial (1850-1900) según el programa Copernicus de la UE.</p> <p>27 La UE y la India completan negociaciones para un acuerdo de libre comercio.</p>	<p>DICIEMBRE 2025</p> <p>10 La Fed bajó tipos en 25 p. b., hasta el intervalo 3,50%-3,75%.</p> <p>18 El Banco de Inglaterra bajó tipos en 25 p. b., hasta el 3,75%.</p> <p>19 El Banco de Japón subió tipos en 25 p. b., hasta el 0,75%.</p>
<p>NOVIEMBRE 2025</p> <p>12 Fin al cierre gubernamental más largo en la historia de EE. UU.</p>	<p>OCTUBRE 2025</p> <p>29 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.</p>
<p>SEPTIEMBRE 2025</p> <p>9 El Tribunal Supremo de EE. UU. acepta estudiar por la vía rápida la legalidad de los aranceles de Trump.</p> <p>12 S&P mejora la nota crediticia de la deuda española a A+ y Fitch sube la de Portugal a A.</p> <p>17 La Fed baja los tipos de interés en 25 p. b. al rango 4,00%-4,25%, tras nueve meses de pausa.</p> <p>26 Moody's y Fitch mejoran la nota crediticia de la deuda española a A3 y A, respectivamente.</p>	<p>AGOSTO 2025</p> <p>5 Entran en vigor la mayoría de los aranceles recíprocos impuestos por EE. UU. a otros países.</p> <p>29 S&P mejora la nota crediticia de la deuda portuguesa a A+.</p>

Agenda

<p>FEBRERO 2026</p> <p>2 Portugal: producción industrial (diciembre).</p> <p>4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).</p> <p>Portugal: empleo y desempleo (4T).</p> <p>Eurozona: avance del IPC (enero).</p> <p>5 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.</p> <p>6 España: producción industrial (diciembre).</p> <p>9 Portugal: comercio internacional (diciembre).</p> <p>13 Portugal: salario bruto mensual medio por trabajador (4T).</p> <p>16 Japón: PIB (4T).</p> <p>19 España: comercio exterior (diciembre).</p> <p>20 EE. UU.: PIB (4T).</p> <p>25 España: créditos, depósitos y morosidad (diciembre).</p> <p>26 Eurozona: índice de sentimiento económico (febrero).</p> <p>27 España: avance del IPC (febrero).</p> <p>España: balanza de pagos (diciembre).</p> <p>Portugal: desglose del PIB (4T).</p> <p>Portugal: avance del IPC (febrero).</p>	<p>MARZO 2026</p> <p>3 Eurozona: avance del IPC (febrero).</p> <p>4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).</p> <p>6 Portugal: <i>rating</i> Fitch.</p> <p>9 Portugal: cifras de negocios en la industria (enero).</p> <p>12 Portugal: comercio internacional (enero).</p> <p>13 España: <i>rating</i> Fitch y S&P.</p> <p>17 España: encuesta trimestral de coste laboral (4T).</p> <p>17-18 Comité de Mercado Abierto de la Fed.</p> <p>19 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.</p> <p>19-20 Consejo Europeo.</p> <p>23 Portugal: precios de la vivienda (4T).</p> <p>26 España: avance del PIB (4T).</p> <p>España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (4T).</p> <p>Portugal: desglose del PIB (4T).</p> <p>27 España: avance del IPC (marzo).</p> <p>España: <i>rating</i> Moody's.</p> <p>30 Eurozona: índice de sentimiento económico (marzo).</p> <p>31 Portugal: avance del IPC (marzo).</p> <p>Portugal: empleo y desempleo (febrero).</p> <p>Eurozona: avance del IPC (marzo).</p>
---	---

¿Realidad o ficción? La respuesta está en los datos

Resulta cada vez más difícil abstraerse del ruido provocado por el contexto geopolítico y centrarse en la señal proveniente de los datos macroeconómicos. La sensación de vulnerabilidad se acrecienta por la escasa previsibilidad sobre los ritmos de cambio del viejo orden internacional. Algo que ratifica un somero repaso del primer mes del año, en el que se ha concatenado el inicio de un proceso de transición en Venezuela, la firma del Mercosur y de un tratado de libre comercio con la India por parte de Europa, las tensiones a ambos lados del Atlántico por la soberanía de Groenlandia o un nuevo episodio de crisis entre EE. UU. e Irán. Como nos recordó Mark Carney en Davos, el mundo está viviendo un proceso de ruptura que no tiene visos de producirse en forma de una transición ordenada, en el que la elección estriba entre «estar en la mesa o en el menú» y la nostalgia de tiempos pasados no es una estrategia. De manera que en el convulso entorno que nos ha tocado vivir, cada vez es más difícil separar realidad y ficción, y parece que pierden valor los datos económicos publicados al ser una fotografía de un contexto económico que puede haber mutado en pocas semanas.

Sin embargo, en los últimos años los datos han sido pertinaces señalando la resiliencia de la economía global ante *shocks* de naturaleza diversa. Y esa es la tendencia que se desprende tras la publicación de la información de cierre de 2025, que muestra una economía mundial con ritmos de crecimiento próximos a los potenciales, una inflación aproximándose a los objetivos de los bancos centrales tras las tensiones pospandemia e, incluso, como novedad, un repunte de la productividad en EE. UU. que estaría compensando el atípico equilibrio del mercado de trabajo (escasas contrataciones y despidos). Por tanto, se mantiene la inercia positiva dentro del proceso de aterrizaje mientras se terminan de manifestar los efectos de las dos fuerzas contrapuestas que conformarán la nueva realidad económica futura: fragmentación/geopolítica *versus* inteligencia artificial.

Mientras tanto, al igual que los sinólogos intentan descifrar qué hay detrás de cualquier cambio en el escalafón político-militar de China (en el argot «leer las hojas de té»), los analistas macroeconómicos tratan de elegir los indicadores que puedan anticipar cambios en la calma tensa que caracteriza al escenario económico y financiero. Y, mientras

algunos de ellos, como las expectativas de inflación, no reflejan tensiones futuras en el equilibrio entre oferta y demanda mundial, la incertidumbre geopolítica empieza a generar movimientos de aversión al riesgo, afectando especialmente a los mercados de materias primas y a las divisas. En este contexto, no se puede descartar la posibilidad de que se puedan repetir «momentos Truss», en el que una súbita pérdida de credibilidad fiscal provoca una reacción desordenada del mercado, con efectos marcados en la divisa y en el tramo largo de la curva de deuda soberana. El último ejemplo de un episodio de este tipo ha sido Japón, donde la decisión de la primera ministra de adelantar elecciones y anunciar un plan de expansión fiscal reavivó las preocupaciones de los inversores sobre los equilibrios presupuestarios, situando los tipos de interés soberanos a largo plazo en máximos históricos (el tipo de interés de la deuda a 40 años superó por primera vez el 4%). Este movimiento fue acompañado de una fuerte depreciación del yen, alejando los rumores de una posible intervención conjunta del Ministerio de Finanzas japonés y el Tesoro de EE. UU. en el mercado de divisas.

Todo eso sucede cuando precisamente la relación entre mercados de materias primas, divisas y tensiones geopolíticas ha pasado a convertirse en parte fundamental de la arquitectura central del nuevo orden económico global. Con el dólar como protagonista y termómetro central de todas estas nuevas dinámicas. Las dudas sobre las intenciones de la nueva Administración americana con el billete verde han propiciado en el último año cambios estructurales en las carteras de inversión globales, con un aumento del papel de activo refugio de los metales preciosos. En este contexto, la sensibilidad del precio del oro o de la plata a cambios en la cotización del dólar ha ido aumentando, como se puso de manifiesto en la fuerte corrección que se produjo el 30 de enero (un -10% el oro y un -30% la plata), cuando el anuncio del candidato oficial a la presidencia de la Fed (Kevin Warsh), el más ortodoxo de los nominados, provocó una intensa apreciación del billete verde. A la hora de buscar señales, es en el dólar, vínculo entre materias primas, riesgo geopolítico y niveles de incertidumbre, donde tendremos que centrar nuestra atención en los próximos meses.

José Ramón Díez

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
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
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
Euro							
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
Alemania							
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
España							
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
Portugal							
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
TIPO DE CAMBIO							
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	0,86	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	169,10	168,00
PETRÓLEO							
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
CRECIMIENTO DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	3,1	3,1
Países desarrollados	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	1,5	1,2
Alemania	1,6	1,3	0,4	-0,7	-0,5	0,3	1,1
Francia	2,3	1,0	0,7	1,6	1,1	0,9	0,7
Italia	1,5	-0,3	1,6	1,1	0,5	0,7	0,7
Portugal	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,9	2,0
España	3,6	0,7	0,7	2,5	3,5	2,8	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
Países emergentes y en desarrollo	6,3	4,9	3,1	4,7	4,3	4,2	4,0
China	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	5,0	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
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,2	3,9
Países desarrollados	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,5	2,2
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,6	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	3,2	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	3,4	2,5
Países emergentes y en desarrollo	6,9	5,5	6,8	8,0	7,7	5,1	4,9
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,1	1,0
India	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	2,2	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	5,0	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	3,8	3,7
Rusia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,7	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	3,3	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
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,0	1,7	3,0	3,4	2,4
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	2,6	4,5	2,9	1,8	0,9
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	-0,7	5,9	3,6	6,3	3,3
Bienes de equipo	4,9	0,2	-2,7	2,6	1,9	9,0	3,3
Construcción	5,7	-2,6	-1,3	5,5	4,0	5,2	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,8	1,5	3,2	3,5	2,3
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	2,2	3,2	3,4	2,2
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	2,5	0,0	2,9	6,3	2,9
Producto interior bruto	3,6	0,7	0,7	2,5	3,5	2,8	2,1
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,5	1,7	3,6	2,8	3,1	1,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	10,5	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	3,5	5,8	3,3	4,2	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) ¹	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
Agregados macroeconómicos							
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
Producto interior bruto	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,9	2,0
Otras variables							
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	-2,9	-1,0	1,4	2,1	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	0,4	-0,6

Previsiones

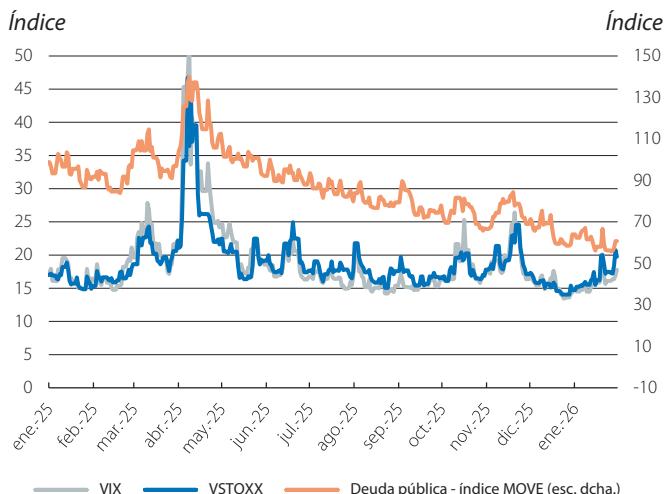
Inicio de año de focos cruzados en los mercados financieros

Enero arrastra focos de 2025 y abre nuevos frentes. La geopolítica marcó el inicio de año en los mercados financieros. El repunte de tensiones, desde Venezuela a Irán, y el choque diplomático entre EE. UU. y Europa a cuenta de Groenlandia generaron movimientos de aversión al riesgo y aumentaron puntualmente la volatilidad en los mercados. En Asia, un renovado foco en las perspectivas fiscales de Japón llevó a movimientos excepcionales en tipos de interés y la divisa nipona. A la vez, permanecen focos de incertidumbre del año pasado, como las tensiones arancelarias entre grandes bloques, las expectativas alrededor de la IA y la atención sobre la capacidad de las grandes tecnológicas de rentabilizar las inversiones. Todo ello con el telón de fondo de unos bancos centrales que siguen anclando sus estrategias en la evolución de los datos.

Japón vuelve al centro de atención por sus perspectivas fiscales. La decisión de la primera ministra Sanae Takaichi de adelantar elecciones y los planes de expansión fiscal reavivaron las preocupaciones de los inversores sobre la sostenibilidad fiscal en Japón. Los tipos de interés soberanos de largo plazo se dispararon hasta máximos históricos, con la referencia a 40 años superando por primera vez el 4%. Al mismo tiempo, en su reunión de enero, el Banco de Japón mantuvo el tipo oficial en el 0,75% (tras la subida de 25 p. b. en diciembre) y señaló que seguirá aumentando tipos si sus previsiones de crecimiento e inflación se materializan (los mercados cotizan dos incrementos de 25 p. b. en 2026). Con todo, el yen se depreció con fuerza, cayó a mínimos de año y medio frente al dólar (rozando los 159 yenes por dólar) y registró niveles no vistos desde los años noventa frente al euro (183 yenes por euro), penalizado por los inversores ante la percepción de un deterioro fiscal. Solo los rumores de una intervención conjunta del Ministerio de Finanzas japonés y el Tesoro de EE. UU. a finales de mes frenaron la caída del yen.

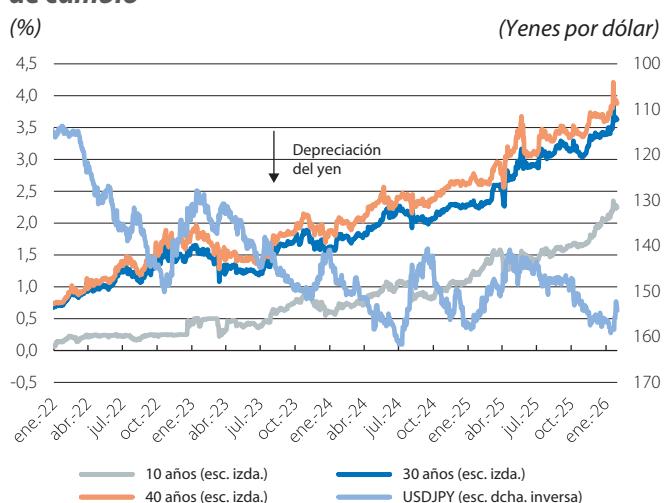
El dólar en el foco ante el repunte del ruido geopolítico. Lastrado por la incertidumbre geopolítica y las tensiones de la política exterior y comercial de EE. UU., el dólar estadounidense se debilitó de forma generalizada en enero. El índice DXY del dólar cerró el mes con una caída cercana al 1% y el euro llegó a cotizar por encima de 1,20 dólares por primera vez en cuatro años. Otras divisas refugio capitalizaron la situación y el franco suizo alcanzó máximos históricos frente al dólar (llegó a superar los 1,30 dólares por franco). La divisa estadounidense también se vio presionada por preocupaciones sobre la independencia de la Fed. Por un lado, en enero se dio a conocer que el Departamento de Justicia está llevando a cabo una investigación sobre el presidente Jerome Powell y su testimonio al Senado por los costes de renovación de dos edificios de la Fed. En respuesta, Powell señaló que la motivación real de dicha investigación no estaba vinculada a su testimonio, sino al hecho de que la Fed fija los tipos de interés en función de las condiciones económicas y no de las preferencias del presidente Trump. Sin embargo, el dólar recuperó algo de terreno hacia principios de febrero, después de que Trump anunciara la nominación de Kevin Warsh como candidato para presidir la Fed cuando venza el mandato de Powell el próximo mayo. Warsh fue gobernador de la Fed entre 2006 y 2011 y mantuvo una postura crítica con su expansión del balance y un sesgo restrictivo en los tipos de interés, aunque en el último año sus declaraciones se mostraron alineadas con las tesis de Trump en favor de bajar los tipos de interés. Los mercados recibieron este anuncio de manera favorable, con un

Medidas de volatilidad en los mercados financieros



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

Japón: tipos de interés soberanos y tipo de cambio



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

Tipo de cambio efectivo nominal



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo y de la Fed.

fortalecimiento del dólar, y estabilidad en las expectativas de tipos de interés para 2026 (dos recortes de 25 p. b.).

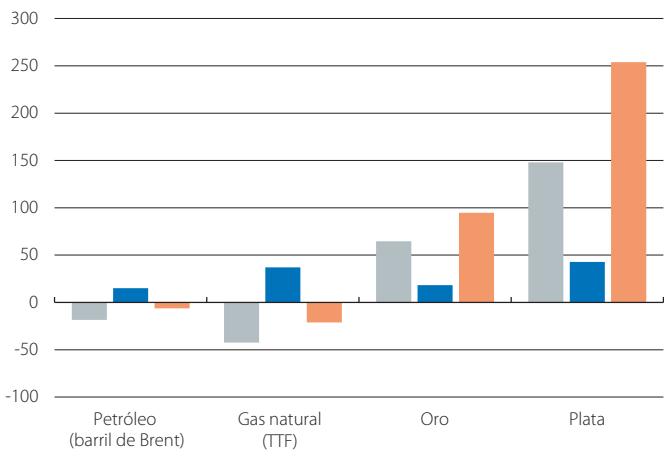
Las materias primas capitalizan la incertidumbre global. Como es usual, los repentes en tensiones geopolíticas derivan en episodios de volatilidad en los mercados de energía. En este caso, el precio del barril de Brent, que había iniciado el año en torno a 60 dólares condicionado por un entorno de sobreoferta, repuntó hasta los 70 dólares ante las tensiones en Irán y el temor de posibles disruptores de suministro. Asimismo, la referencia de gas europeo llegó a tocar los 42 €/MwH, con un impulso adicional ante temores de suministro por una tormenta invernal en EE. UU. Hacia principios de febrero, los precios tanto del gas como del crudo se moderaron ante noticias de una distensión del conflicto de EE. UU. con Irán. Por otro lado, en medio del aumento de incertidumbre global y debilidad del dólar, los metales preciosos capitalizaron la búsqueda de activos refugio. En particular, el oro superó la barrera de los 5.000 \$/onzza, llegando incluso a rozar los 5.600 \$/onzza, y la plata se revalorizó hasta un 42%. En términos acumulados, desde inicios de 2025, llegaron a alcanzar ganancias de casi el 100% y 300%, respectivamente, si bien a principios de febrero ambos metales sufrieron una abrupta y fuerte corrección.

Sin perder de vista a los bancos centrales. La otra gran novedad en política monetaria fue el cambio de tono de la Fed, con una valoración más positiva del entorno macroeconómico tras la reunión de enero (en la que, sin sorpresas, la Fed mantuvo el *fed funds* en el 3,50%-3,75%). Este cambio dejó la sensación de que la Fed no tiene prisa en bajar los tipos a corto plazo, y retrasó la expectativa de la primera bajada de 2026 cotizada en los mercados de futuros de marzo a junio. Por su parte, el BCE no sorprendió y mantuvo el tipo *depo* en el 2%, enfatizando la necesidad de no sobrereactivar a pequeñas variaciones de los datos, y presentando un mapa de riesgos inflacionistas y desinflacionistas más equilibrado. La expectativa de los mercados financieros sobre el BCE sigue siendo de una política monetaria estable a lo largo de 2026. En este contexto, las rentabilidades soberanas de la eurozona se mantuvieron relativamente planas, con primas de riesgo periféricas estables salvo en Francia, donde la prima cayó unos 15 p. b., hasta alrededor de 58 p. b., su mínimo en 18 meses, reflejo de una buena recepción de los mercados de la aprobación de los presupuestos para 2026, que, finalmente, consiguió el primer ministro Lecornu (este presupuesto permitiría rebajar el déficit en 2026 hasta el 5,0% del PIB, desde el 5,4% estimado en 2025).

Con comportamiento dispar en las bolsas globales. Los mercados bursátiles cerraron enero con resultados generalmente positivos, aunque con episodios de volatilidad ligados a eventos geopolíticos. El S&P 500 acabó enero con pequeñas ganancias, aunque comenzó febrero con correcciones arrastradas por el sector tecnológico, el ajuste en materias primas y el fortalecimiento del dólar. A nivel sectorial, se observó una clara dispersión a lo largo de enero: sectores cíclicos como energía, materiales e industriales se beneficiaron de las dinámicas en los mercados de materias primas, mientras que los sectores financiero, tecnológico y de salud mostraron un peor desempeño. Dentro del segmento tecnológico, la heterogeneidad fue aún más marcada: firmas que no cumplieron con expectativas de crecimiento vieron caídas relevantes, mientras que otras vinculadas a segmentos de alta demanda de IA consiguieron revalorizaciones destacadas. En Europa, los avances estuvieron liderados por los mercados periféricos, con el PSI-20 y el IBEX 35 impulsados por el sector financiero.

Materias primas

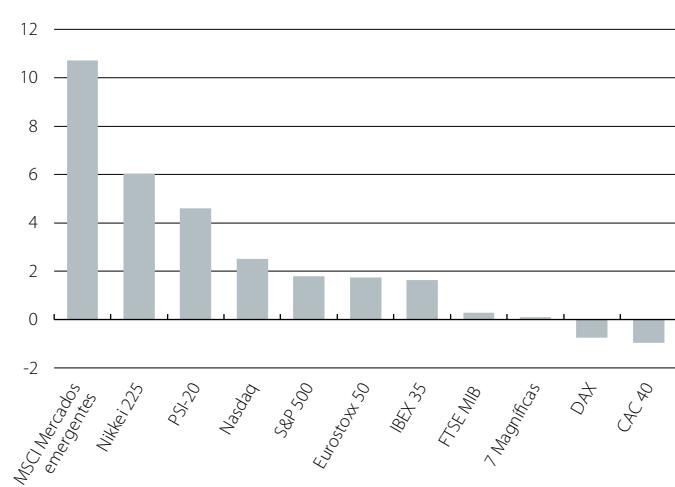
Variación de precio (%)



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

Índices bursátiles globales

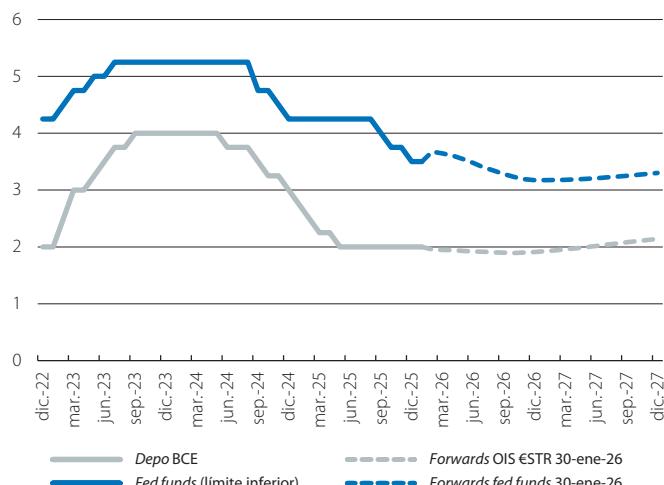
Variación enero 2026 (%)



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

Expectativas de mercados sobre tipos de interés (%)

(%)



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

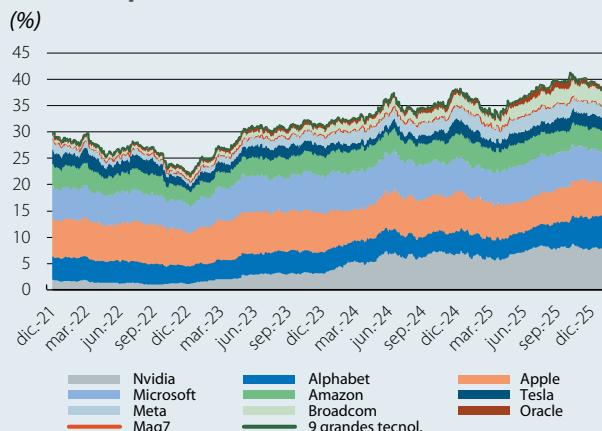
Innovación, expectativas y vértigo: ¿redefine la concentración por la IA a Wall Street?

El optimismo alrededor de la inteligencia artificial (IA) ha sido un motor fundamental en el avance de los índices bursátiles de EE. UU. en los últimos meses, favoreciendo que el S&P 500 y el Nasdaq registrasen avances por tercer año consecutivo en 2025. Parte de esta expansión se explicó por el crecimiento de las ganancias de las compañías, aunque el S&P 500 se ha encarecido en relación con estas ganancias. En este *rally*, diversos analistas e inversores han visto reminiscencias de lo sucedido en el año 2000 con el auge de internet, desatando el debate sobre si estamos o no en una burbuja. Y aunque responder a esta pregunta en tiempo real es como pretender desatar un nudo gordiano con los dedos, en este artículo analizamos cómo compara el S&P 500 hoy con el de la burbuja puntocom, y cómo de factibles son las expectativas que sostienen el escenario de valoraciones bursátiles actual.

El primer efecto claro de la IA en la bolsa estadounidense ha sido un aumento de la concentración en distintos ámbitos: retornos, tamaño de las compañías o beneficios, también en inversión. Así, las conocidas como 7 Magníficas (Mag7 por su acrónimo en inglés: compañías tecnológicas líderes en innovación, de gran capitalización bursátil y modelos de negocio diversificados y bien protegidos de potenciales competidores)¹ volvieron a batir a las 493 compañías restantes del índice en 2025, por tercer año consecutivo (+25% frente al 14% en 2025; y +245% frente al +30% desde finales de 2022, respectivamente).² Esto elevó su capitalización relativa en el S&P 500 desde el 20% a finales de 2022 hasta más del 35% a cierre de 2025 (y si consideramos las siguientes dos mayores compañías tecnológicas, el porcentaje subió a más del 40%). Esta concentración contrasta fuertemente con el 17,5% que suponían las siete mayores compañías en el auge de la burbuja puntocom.³ Por otro lado, en términos de ganancias, el beneficio por acción en las Mag7 creció un 30% en los tres primeros trimestres de 2025, frente al 6% del S&P 493.

El crecimiento de las compañías tecnológicas ha tenido otro efecto indirecto: ha favorecido el encarecimiento del índice. Observemos una medida común de asequibilidad, la ratio PER (por sus siglas en inglés *Price-to-Earnings Ratio*), que pone en relación la capitalización de una compañía con su capacidad de generar beneficios. Pues bien, la PER del S&P 500, medida frente a los beneficios registrados en los últimos 12 meses, osciló entre 27 y 28 puntos en las últimas semanas, por encima de su media histórica (20,2 desde 1990) y en el rango alto de su distribución histórica (en un 90% de las sesiones desde 1990 esta ratio se ha situado por debajo de 27,3).

Capitalización del S&P500 que representa cada compañía



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

Distribución histórica de la ratio PER retrospectiva (TTM) y prospectiva (FTM)* del S&P500 y subíndices

Ratio



Notas: * La PER retrospectiva usa beneficios de los últimos 12 meses y la prospectiva, las expectativas de beneficios para los siguientes 12 meses. ** Las PER de las 7 Magníficas y del S&P493 se calculan según los índices Bloomberg Magnificent 7 PR y Bloomberg 500 exc. Magnificent 7 PR. Para la referencia del año 2000, se toman las 7 mayores compañías tecnológicas de entonces. La PER FTM de las 7 Magníficas en el 2000 es calculada según sus beneficios reales obtenidos un año después, no con expectativas. Para el S&P 500 y su subíndice de empresas tecnológicas, el gráfico de caja y bigotes muestra el rango histórico disponible (desde 1990 hasta la actualidad). Para los índices Bloomberg Magnificent 7 y Bloomberg 500 exc. Magnificent 7, se muestra desde 2015 hasta la actualidad.

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

Parte de esta situación se explica por la mencionada concentración, ya que las Mag7 y las compañías tecnológicas en general⁴ presentan la ratio PER más elevada del índice en la actualidad, algo también habitual históricamente,⁵ que se explica por las elevadas expectativas de ganancias a largo plazo que suelen tener los inversores para estas compañías.

De hecho, en términos históricos, la PER de las compañías tecnológicas no es tan elevada respecto a sus beneficios

1. NVIDIA, Alphabet, Microsoft, Apple, Amazon, Meta y Tesla.

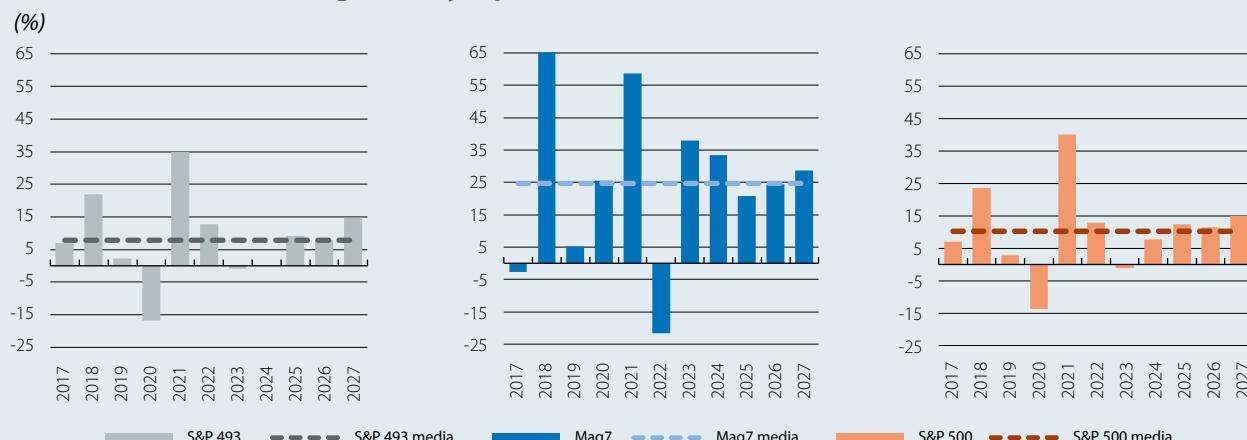
2. Índices Bloomberg Magnificent 7 Price Return Index y Bloomberg 500 excluyendo Magnificent 7 Price Return Index.

3. Microsoft, Cisco Systems, Intel, IBM, Oracle, HP y Texas Instruments.

4. Tomando aquí el subíndice del sector de compañías de tecnología de la información del S&P 500.

5. Excluido el sector inmobiliario, que, no obstante, tiene un peso relativo muy inferior (unas 16 veces menor) al tecnológico.

Crecimiento interanual registrado y esperado de los beneficios en cada índice



Nota: Indices Mag7: Bloomberg Magnificent 7 PR y S&P493: Bloomberg 500 exc. Magnificent 7 PR.

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

recentes ni frente a los esperados. Así, si comparamos los niveles actuales de la PER con los del céñit de la burbuja puntocom, la PER de las Mag7 está ahora cerca de 40 puntos, medido en base a beneficios de los últimos 12 meses, y en torno a 30, medido con las expectativas de beneficios en los próximos 12; niveles considerablemente más reducidos que los de las siete compañías tecnológicas de mayor capitalización de entonces, que estaban en 69 y 59, respectivamente.⁶

El encarecimiento del S&P 500, no obstante, no se explica solo por la concentración en las Mag7 y el resto de tecnológicas. El optimismo de la IA también ha favorecido la revalorización de compañías industriales (en particular, aquellas expuestas a la construcción de centros de datos; así como aquellas más ligadas a la defensa y el sector aeroespacial). También las compañías financieras, segundo sector con mayor peso en el índice, y con una PER históricamente baja, se sitúan a un nivel en el rango alto de su distribución histórica (por encima de 18 la PER medida frente a los beneficios registrados en los últimos 12 meses, cerca del percentil 90 de su distribución histórica).

Por último, es reseñable que la PER del S&P 500 también es elevada si ajustamos por el ciclo (tomando su precio en relación con los beneficios reales, descontados de inflación, de los últimos 10 años). Según esta PER de largo plazo (o CAPE, por sus siglas en inglés) el índice aún no está tan tensionado como en la burbuja puntocom (39,9 puntos estimados en diciembre de 2025, frente al máximo de 44,2 alcanzado en diciembre de 1999), aunque ya está en niveles históricamente elevados.

Tradicionalmente, una CAPE elevada sugiere reverisiones a la media en precios, aunque no dice nada sobre el momento en que esto podría ocurrir. Con todo, los dos factores más críticos para la sostenibilidad del escenario son las expectativas de crecimiento de los beneficios y los tipos de interés,

que afectan al valor actual neto (es decir, al descuento hacia hoy) de los beneficios que se esperan en un futuro.

Las expectativas de crecimiento de los beneficios de los analistas son ambiciosas, pero al menos en un horizonte de corto plazo no están desalineadas con la media histórica, tanto para las Mag7 como para el resto de compañías. Para las Mag7 se espera un crecimiento del beneficio por acción (BPA) del 24,4% en los próximos 12 meses, frente a una media de crecimiento del beneficio neto agregado de las siete compañías del 24,7% desde 2017.⁷ Para el resto del índice, se espera un crecimiento del 8% del BPA, frente al 7,8% que registró de media desde 2017. Para el conjunto del S&P 500, las expectativas son que el BPA crezca un 11,7%, frente al 10,2% registrado de media desde 2017.

Por otro lado, cualquier eventual tensionamiento en los tipos de interés en EE. UU. disminuiría el valor actual de estos beneficios esperados, no solo por un factor de descuento sino también por unos mayores costes de financiación. En este sentido, hay una relación sistemáticamente negativa entre los tipos de interés y las ratios de valoración.⁸ Aunque los tipos de interés están históricamente elevados, diversos riesgos (tensionamientos geopolíticos, comerciales o fiscales) no permiten descartar nuevos repuntes.

En definitiva, la IA ha catalizado la concentración en el S&P 500 y, con ello, tensionado el índice en relación con los beneficios de sus compañías. Aunque los indicadores de asequibilidad aún no están, para las compañías tecnológicas, tan tensionados como en la burbuja puntocom, descansan sobre expectativas de crecimiento exigentes, así como sobre asunciones macroeconómicas siempre delicadas en el contexto actual, como que los tipos de interés no se tensionarán aún más.

David del Val Gómez

6. En el caso de la PER prospectiva para las 7 Magníficas del año 2000, no se toman las expectativas de mercado, sino los beneficios que efectivamente registraron en los siguientes 12 meses. La caída de beneficios del agregado de estas compañías hizo que llegaran a registrar una PER de 76 en el 3T del 2000.

7. Se tiene en cuenta el beneficio neto para evitar efectos de recompra de acciones.

8. Desde 2019, un aumento interanual de 25 p. b. en el tipo de interés real a 10 años (bono estadounidense indexado a la inflación) está asociado a una contracción de la PER prospectiva del S&P 500 en torno al 3%.

Primas de riesgo y macroeconomía: una relación robusta y transversal

Las primas de riesgo definieron una época económica y política de la eurozona.¹ Tensionadas hasta niveles extremos entre 2011 y 2013, se erigieron como indicador del riesgo de ruptura de la unión monetaria y dieron lugar a efemérides como el *whatever it takes* de Mario Draghi.² En los últimos años, el escenario económico y político tampoco ha sido fácil para la eurozona y, sin embargo, las primas de riesgo fueron capaces de cerrar 2025 en mínimos de más de 15 años: Portugal, España e Italia, que en 2012, cuando el tipo alemán rondaba el 1,5%, llegaron a ver sus primas en más de 1.500 p. b., 600 p. b. y 500 p. b., respectivamente, terminaron 2025 en 30 p. b., 43 p. b. y 70 p. b.

En la última década, las primas de riesgo han encontrado un punto medio entre la bonanza de los 2000 (cuando los bonos soberanos cotizaban en el mercado prácticamente sin distinción de país) y el estrés de la crisis de la deuda soberana de 2010-2012. En este punto medio, los inversores discriminan según la salud macroeconómica y financiera de cada país sin cuestionar la supervivencia del euro. Así, la distensión de las primas de riesgo portuguesa y española ha ido de la mano de una mejora evidente de su desempeño macroeconómico frente a Alemania, un claro compromiso con la sostenibilidad fiscal y la recuperación de sus notas crediticias por parte de las agencias de rating (véase la tabla). En cambio, Francia, con un desempeño económico lúgido y un deterioro de sus cuentas públicas y su nota crediticia, ha sufrido un reajuste al alza de su prima de riesgo (pasando de unos 30 p. b. prepandemia a cerca de los 70 p. b. a cierre de 2025).

La relación entre fundamentos macroeconómicos y primas de riesgo puede constatarse de manera formal. Los tipos de interés de la deuda pública dependen de fundamentos como el endeudamiento y el crecimiento económico (que determinan la capacidad de pago de un estado), la política monetaria del BCE y de factores globales como los tipos de interés de otras economías (que ofrecen una oportunidad de inversión alternativa) y el apetito por el riesgo de los inversores. Aprovechando la relación histórica entre todos estos ingredientes y los tipos de interés,

Fundamentos macroeconómicos para las primas de riesgo y los tipos soberanos

	Previsión PIB		Previsión inflación		Deuda pública		Rating	
	2014	Dic. 2025	2014	Dic. 2025	2014	Dic. 2025	2014	Dic. 2025
Francia	1,1	1,0	1,1	1,3	96	116	AA	A+
Italia	0,9	0,7	0,9	1,4	135	136	BBB	BBB
España	1,6	2,2	0,9	2,1	104	100	BBB	A
Portugal	1,3	2,1	0,7	2,0	133	91	BB	A
Alemania	1,8	1,0	1,7	2,0	74,5	63	AAA	AAA

Nota: Previsiones de PIB e inflación a un año vista según Consensus Forecasts o consenso de Bloomberg; deuda pública como % del PIB (previsión de la Comisión Europea para dic. 2025); rating compuesto de Bloomberg (nota crediticia media de Fitch, Moody's y S&P).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Forecasts, de Eurostat y de Bloomberg.

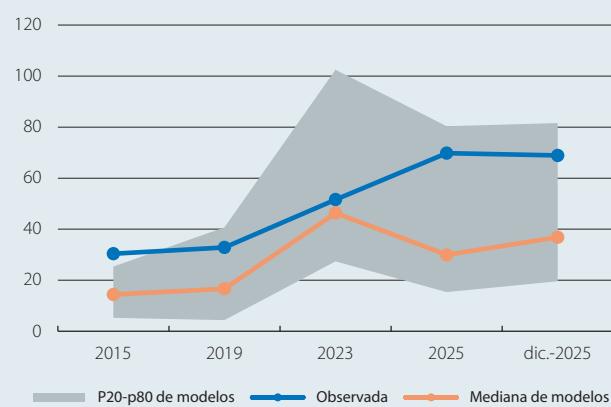
Prima de riesgo soberana: promedio de Francia, Italia, España y Portugal (p. b.)



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

Francia: prima de riesgo

(p. b.)



Nota: P20-p80 indica el rango entre los percentiles 20 y 80.

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

podemos cuantificar una prima de riesgo soberana coherente con los fundamentos macroeconómicos.^{3,4}

Como muestra el primer gráfico, los fundamentos macro han sido un buen indicador de las primas de riesgo soberanas observadas en el mercado en los últimos años. De hecho, la moderación sostenida de las principales primas de riesgo de la eurozona va claramente de la mano de lo predicho por los fundamentos. Sin embargo, la visión es algo distinta si analizamos país a país.

A diferencia de las economías periféricas tradicionales, en los últimos años Francia ha sufrido una prima de riesgo persistentemente más alta. Este reajuste del mercado no solo se debe a cierto cambio de visión de los inversores,⁵ sino que recoge una modificación de los fundamentos macroeconómicos: en los últimos años, Francia ha sufrido un claro deterioro de sus cuentas públicas (su deuda se estima casi en el 120% en 2025, con un déficit público previsto del 5,4% y con visos de seguir elevado) mientras perdía dinamismo económico y veía rebajas de su nota crediticia por parte de las tres grandes agencias de rating.

Italia, lastrada de partida por unos peores niveles de deuda pública y de nota crediticia, ha conseguido encauzar la situación en 2025 y alcanzar su menor prima de riesgo desde 2008, destacando, especialmente, la notable corrección del déficit público (del 7,2% en 2023 a un 3,0% previsto en 2025) y una resiliencia que le permitió obtener, en 2025, un aumento de su rating soberano en un escalón por parte de las tres grandes agencias.

En el otro extremo, España y Portugal dibujan una mejora mucho más sostenida de sus primas de riesgo. Esta mejora es muy visible en las primas cotizadas en los mercados financieros (mínimos de 2008 en ambos casos) y está claramente reflejada en la evolución predicha por los fundamentos: ambas economías están a la cabeza del crecimiento económico de la eurozona en 2025, vienen reduciendo su deuda pública de manera continuada y, en el último año, han visto mejoras generalizadas de su rating soberano.

En conjunto, el ejercicio sugiere que la evolución de los fundamentos macroeconómicos puede explicar el comportamiento de las primas de riesgo soberanas de los últimos años, desde la mejora de la periferia tradicional al deterioro

3. Presentamos un modelo de tipos de interés macro en [«La fragilidad macroeconómica de los tipos de interés»](#) (IM10/2020). Partiendo de ese ejercicio, ahora estimamos una regresión de panel para las primas de riesgo de Austria, Bélgica, Francia, Italia, Irlanda, España, Países Bajos y Portugal con datos entre enero del 2000 y diciembre de 2025 y las siguientes variables explicativas: expectativas del euríbor a 3 meses, del crecimiento real del PIB y de la inflación, la ratio de deuda pública sobre el PIB, un indicador de volatilidad bursátil, los activos de deuda pública adquiridos por el Eurosistema, el rating soberano y un indicador de tensiones en la eurozona (variable binaria que es igual a 1 si una prima de riesgo soberana se tensiona marcadamente).

4. Además de la estimación base, reflejamos la incertidumbre que rodea estos ejercicios realizando 20 estimaciones alternativas, en las que excluimos individualmente PIB, inflación, euríbor a 3 meses, deuda pública, activos del BCE y rating y, en cada caso, con tres muestras temporales (hasta el año 2019, hasta 2022 y hasta 2025).

5. Entre 2023 y 2025, la prima ha pasado de estar en el centro del intervalo predicho por los fundamentos a situarse en la banda alta.

Italia: prima de riesgo

(p. b.)



Nota: P20-p80 indica el rango entre los percentiles 20 y 80.

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

España: prima de riesgo

(p. b.)



Nota: P20-p80 indica el rango entre los percentiles 20 y 80.

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

Portugal: prima de riesgo

(p. b.)



Nota: P20-p80 indica el rango entre los percentiles 20 y 80.

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

de Francia. Sin embargo, el ejercicio también muestra que hay un abanico de primas de riesgo coherentes con unos mismos fundamentos macroeconómicos.⁶ Para mantener los mercados anclados en la banda más favorable de este abanico, será importante reforzar la salud de los fundamentos, especialmente dada la exigencia del entorno global.

6. Véase la nota al pie 4.

Tipos de interés (%)

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0,0	-75,0
Euríbor 3 meses	2,03	2,03	1	0,5	-57,5
Euríbor 12 meses	2,23	2,24	-2	-1,7	-30,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	1,97	2,01	-4	-4,2	-23,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,09	2,12	-3	-3,3	-11,9
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,84	2,86	-1	-1,2	32,4
Deuda pública a 10 años (España)	3,21	3,29	-8	-7,6	9,2
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,20	3,15	5	5,1	28,2
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	3,50	3,50	0	0,0	-75,0
SOFR 3 meses	3,66	3,65	1	0,9	-63,1
Deuda pública a 1 año	3,46	3,47	-1	-0,9	-69,5
Deuda pública a 2 años	3,52	3,47	5	4,9	-68,5
Deuda pública a 10 años	4,24	4,17	7	6,9	-28,1

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	51	1	0,8	-1,8
Itraxx Financiero Sénior	54	54	-1	-0,6	-5,8
Itraxx Financiero Subordinado	91	93	-2	-1,7	-13,8

Tipos de cambio

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,185	1,175	0,9	0,9	14,1
EUR/JPY (yenes por euro)	183,430	184,010	-0,3	-0,3	14,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,866	0,872	-0,6	-0,6	3,5
USD/JPY (yenes por dólar)	154,780	156,710	-1,2	-1,2	0,3

Materias primas

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
Índice Bloomberg de materias primas	120,7	109,7	10,0	10,0	17,5
Brent (\$/barril)	70,7	60,9	16,2	16,2	-8,0
Oro (\$/onza)	4.894,2	4.319,4	13,3	13,3	75,1

Renta variable

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.939,0	6.845,5	1,4	1,4	14,3
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.947,8	5.791,4	2,7	2,7	12,6
Ibex 35 (España)	17.880,9	17.307,8	3,3	3,3	44,0
PSI 20 (Portugal)	8.662,2	8.263,7	4,8	4,8	32,6
Nikkei 225 (Japón)	53.322,9	50.339,5	5,9	5,9	34,9
MSCI emergentes	1.528,1	1.404,4	8,8	8,8	39,5

Estabilidad global: ¿espejismo superficial o solidez estructural?

Estabilidad de la economía global, frente a un mosaico de riesgos. La última actualización de las perspectivas económicas globales del FMI remarca unas expectativas de crecimiento estables para la economía global (PIB +3,3% en 2026 y 3,2% en 2027). El dinamismo tecnológico, especialmente la inversión vinculada a la IA, sigue sosteniendo la actividad, sobre todo en EE. UU., compensando los efectos adversos de tensiones comerciales persistentes y una elevada incertidumbre geopolítica. En este entorno, el FMI espera una desaceleración gradual del comercio internacional (+2,6% en 2026 vs. 4,1% en 2025) y la actividad económica muestra dinámicas desiguales. Mientras prevé que EE. UU. siga creciendo por encima del 2,0% gracias a la inversión tecnológica y estímulos fiscales, las previsiones de Europa se ven condicionadas por obstáculos estructurales y cierta consolidación fiscal (con la notable excepción del despliegue del plan fiscal alemán). Entre las economías emergentes, la India va destacando por un crecimiento particularmente dinámico y equilibrado, a la vez que el crecimiento en China ha logrado aguantar un año difícil, pero se enfrenta a importantes desafíos estructurales. Eso sí, la inflación deberá seguir su trayectoria descendente, tanto en economías avanzadas como emergentes. Asimismo, el Fondo advierte de riesgos a la baja en sus previsiones, como un posible ajuste en las valoraciones de empresas asociadas a la IA, nuevas escaladas de tensiones geopolíticas o disputas comerciales que afecten las cadenas globales de suministro. Entre los riesgos alcistas, destaca un impulso de la IA sobre la productividad más rápido de lo previsto y la consolidación de acuerdos comerciales y reformas estructurales que reduzcan barreras y aumenten la inversión.

Un final de 2025 mejor de lo esperado. En el 4T 2025, el PIB de la eurozona registró un crecimiento del 0,3% intertrimestral, lo que sitúa el avance para el conjunto del año en el 1,5% (vs. 0,9% en 2024). El dinamismo de la actividad es particularmente notable en un año marcado por una elevada incertidumbre y la eclosión de tensiones comerciales con EE. UU., y destaca una aceleración transversal a finales de año. Alemania aceleró hasta el 0,3% en el 4T, tras estancarse el trimestre previo, lo que lleva su crecimiento medio en 2025 al 0,3%, tras dos años de caída. Italia también avanzó un 0,3% en el 4T (vs. 0,1% anterior), lo que situó el crecimiento medio de 2025 en el 0,7%. En sentido contrario, Francia frenó su avance hasta un 0,2% en el 4T (vs. 0,5% anterior) y llevó el crecimiento de 2025 al 0,9%. Las perspectivas para 2026 apuntan a que la eurozona seguirá registrando ritmos de crecimiento cercanos a los actuales, en un contexto en el que el impacto positivo de la política fiscal expansiva que desplegará Alemania se verá contrarrestado por los avances en el proceso de consolidación fiscal en Francia e Italia. Por otro lado, en EE. UU. la publicación del dato del 4T se ha retrasado (al 20 de febrero) por las dificultades de recopilación de datos a raíz del cierre del Gobierno federal en octubre, pero los principales nowcasts apuntan a un trimestre dinámico, y la economía estadounidense podría incluso superar un crecimiento del 2,0% en 2025.

La actividad mundial entra en 2026 con buen pie. En la eurozona, el índice de confianza de los consumidores aumentó hasta los -12,4 puntos en enero, el mejor registro en 11 meses, mientras que el PMI compuesto descendió ligeramente hasta los 51,3 puntos, con una

Global: previsiones de crecimiento del PIB

Variación anual (%)

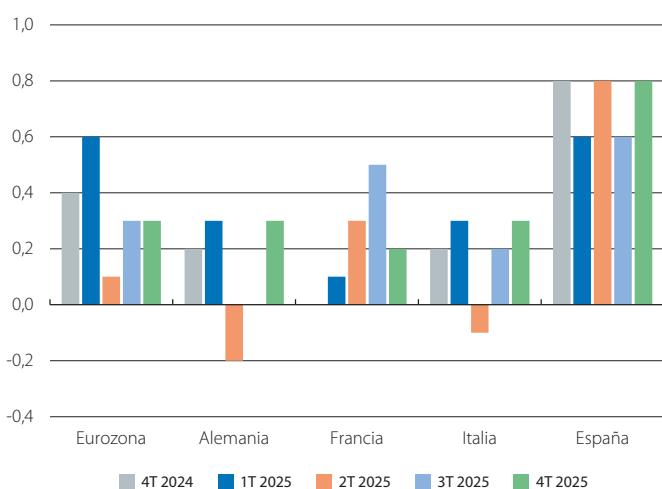
	Proyecciones WEO de enero						Diferencia respecto al WEO de octubre de 2025 (p. p.)
	2024	2025	2026	2027	2026	2027	
Economía mundial	3,3	3,3	3,3	3,2	0,2	0,0	
Economías avanzadas	1,8	1,7	1,8	1,7	0,2	0,0	
EE. UU.	2,8	2,1	2,4	2,0	0,3	-0,1	
Eurozona	0,9	1,5	1,3	1,4	0,1	0,0	
Alemania	-0,5	0,3	1,1	1,5	0,2	0,0	
Francia	1,1	0,9	1,0	1,2	0,1	0,0	
Italia	0,7	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,1	
España	3,5	2,8	2,3	1,9	0,3	0,2	
Economías emergentes y en desarrollo	4,3	4,4	4,2	4,1	0,2	-0,1	
China	5,0	5,0	4,5	4,0	0,3	-0,2	
India	6,5	7,3	6,4	6,4	0,2	0,0	

Notas: Para los países de la eurozona y para China, se reportan las estimaciones oficiales de PIB para 2025. Para la India, datos y proyecciones en términos de año fiscal.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (World Economic Outlook, enero de 2026), de Eurostat y de la Oficina Nacional de Estadísticas de China.

Eurozona: PIB

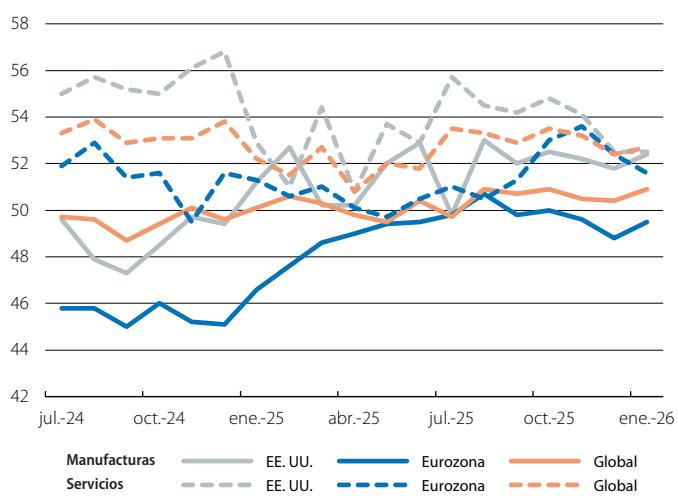
Variación interanual (%)



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

Global: PMI

Índice



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

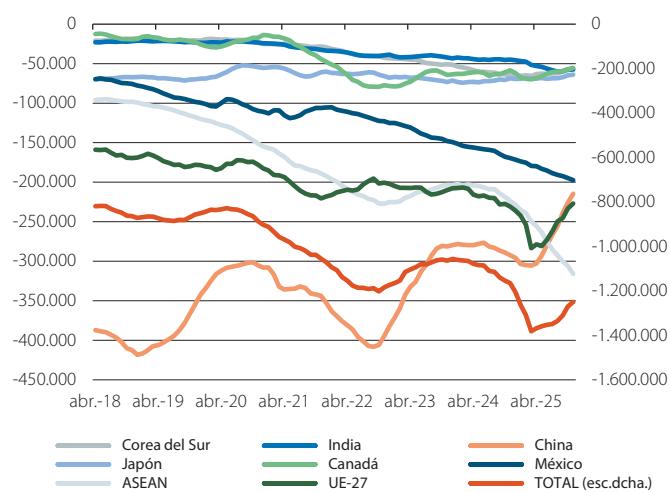
mejora de las manufacturas (hasta los 49,5 puntos vs. 48,8 anterior) y una pérdida de empuje de los servicios (51,6 puntos vs. 52,4 anterior). Por países, destacó el rebote de Alemania, cuyo PMI subió hasta los 52,1 puntos, con mejoras tanto del lado de los servicios como de las manufacturas. En EE. UU., los PMI muestran también una economía en expansión, con el indicador de servicios estable en 52,5 puntos y el de manufacturas en 52,4 (vs. 51,8 anterior). Por otro lado, la confianza del consumidor del Conference Board cayó con fuerza hasta los 84,5 puntos, su nivel más bajo desde 2014, afectada por una percepción de debilidad del mercado laboral estadounidense y un mayor foco en riesgos comerciales, geopolíticos y políticos internos, y refuerza la desconexión observada a lo largo de los últimos meses entre la confianza empresarial y la confianza del consumidor.

La UE sigue caminando sobre hielo. Tras la escalada de tensiones geopolíticas con EE. UU. en la crisis de Groenlandia a inicio del año, en la que la UE valoró hasta la activación (por primera vez) de su instrumento anticoerción, la confrontación aflojó tras una reunión entre Trump y el secretario general de la OTAN sobre la seguridad en la región del Ártico durante el Foro Económico Mundial. A pesar de la aparente distensión en las relaciones transatlánticas, el episodio remarcó que el bloque europeo sigue navegando en un entorno geoeconómico particularmente difícil. En este contexto, la UE y la India han alcanzado un acuerdo de libre comercio para reducir de manera significativa las barreras arancelarias del 90% de las exportaciones de la UE y que, según la Comisión Europea, podría duplicar las exportaciones europeas de bienes a la India, aunque partiendo de un nivel reducido (menos del 2% del total). Por otro lado, la remisión del tratado de Mercosur por el Parlamento Europeo al Tribunal de Justicia ilustra las dificultades para impulsar la estrategia de diversificación comercial de la UE. Asimismo, tras la reciente cumbre de los minerales críticos, convocada por el secretario de Estado estadounidense Marco Rubio, con participación de más de 30 países (incluyendo el G7, la UE, India, Corea del Sur, México y Australia, entre otros) que buscan la formación de una alianza para reforzar las cadenas de valor globales, se discutieron nuevas iniciativas en el sector y EE. UU. desveló la creación de un fondo público-privado para gestionar reservas estratégicas (denominado Project Vault).

China cumple objetivos en 2025, pero se anticipa un Año del Caballo con obstáculos. El PIB de China avanzó un 1,2% intertrimestral en el 4T 2025 (1,1% en el 3T), lo que situó el crecimiento del conjunto del año en el 5,0%, en línea con el objetivo de las autoridades. Sin embargo, los indicadores de actividad mensuales mostraron a lo largo del 4T una desaceleración del consumo y de la inversión. En concreto, la inversión en áreas urbanas ha registrado una contracción del 3,8% en el conjunto del año, el nivel más bajo de la serie histórica. En este contexto, los PMI de enero señalan una nueva ralentización al inicio de 2026. El PMI compuesto oficial bajó a 49,8 puntos (50,7 en diciembre), con caídas en los tres subíndices, de manufacturas, servicios y construcción. Mientras, el PMI manufacturero RatingDog subió ligeramente (de 50,1 a 50,3 puntos) y el de servicios, de 52,0 a 52,3. Estos datos subrayan el momento de debilidad de la demanda interna y refuerzan la probabilidad de que a lo largo del trimestre se anuncien nuevos estímulos a la economía. Asimismo, las autoridades chinas anunciaron el fin de las Tres Líneas Rojas, política que en 2020 impuso límites estrictos al endeudamiento y desencadenó un ajuste prolongado en el sector inmobiliario. A pesar del alivio regulatorio, persisten problemas de solvencia y de sobrecapacidad en el sector difíciles de solucionar para conseguir una recuperación sostenida de la actividad.

EE. UU.: balanza comercial de bienes

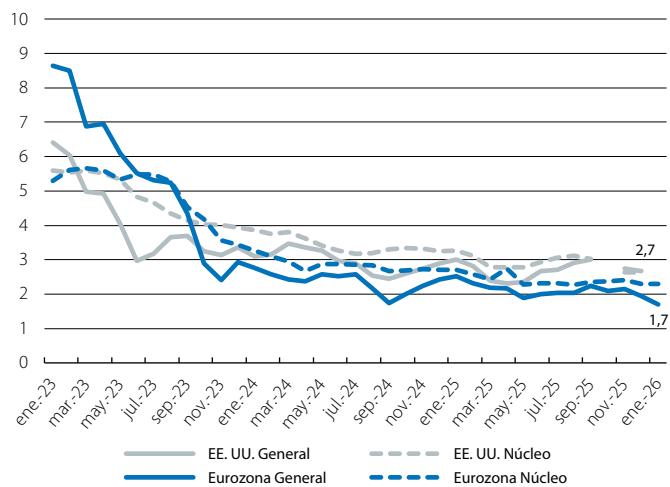
Millones de dólares (acumulado de 12 meses)



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

Inflación general y núcleo

Variación interanual (%)



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

China: PIB

Variación anual (%)



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

Horas trabajadas y productividad: ¿es España un caso atípico en la UE?

El debate sobre la jornada laboral ha adquirido una notable intensidad en España al hilo, por un lado, de las propuestas para su reducción, y, por otro, del aumento de horas no trabajadas por incapacidad temporal. Al margen del impacto en los costes empresariales y en el mercado laboral, resultan de especial interés las implicaciones para la productividad laboral, que ofrece, en el caso de España, lecturas muy divergentes desde la pandemia según la midamos por hora trabajada o por empleado. Buscamos aquí situar estos debates en el contexto europeo, trazando similitudes y diferencias con otros países de nuestro entorno.

Una tendencia secular decreciente, pero con matices

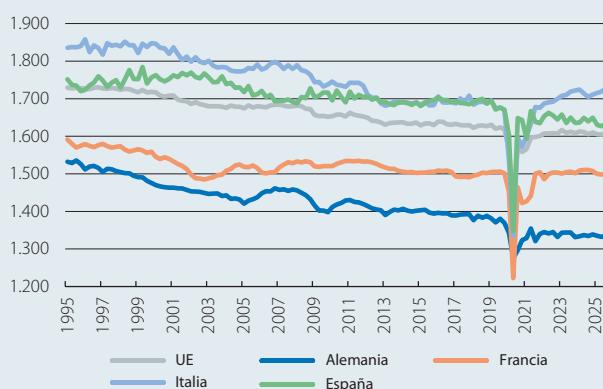
El número de horas trabajadas por empleado ha descendido en la UE un 7% durante las últimas tres décadas, pasando de unas 1.730 horas anuales en 1995 a una cifra ligeramente superior a 1.600 horas en la actualidad (véase el primer gráfico). Detrás de esta tendencia compartida (también por otras economías desarrolladas), hay algunas diferencias destacadas.

En primer lugar, si bien el cambio en Francia, Italia y España es muy similar al observado para el agregado, el descenso ha sido sensiblemente superior en Alemania (casi 200 horas menos, un 13% respecto al nivel inicial), ahondando en su posición como el país entre los cuatro grandes con el menor número de horas trabajadas. En segundo lugar, la mayor parte de la caída en horas trabajadas se produjo entre 1995 y 2005, particularmente en Francia a raíz de la reforma de principios de siglo, que redujo la jornada semanal de 40 a 35 horas. Por su parte, España e Italia muestran un comportamiento excepcional y opuesto, con una progresiva aceleración en la caída de las horas trabajadas en el primer caso y una reversión en los últimos años de la tendencia previa en el segundo.¹

En tercer lugar, pueden identificarse factores comunes detrás de la reducción secular de la jornada laboral, como el incremento del empleo a tiempo parcial (ya sea voluntario o involuntario), un mayor peso de la ocupación femenina, en el sector servicios y con una edad más avanzada –grupos que presentan en promedio una jornada laboral inferior– y una mayor preferencia por el tiempo libre (reflejada, por ejemplo, en un descenso continuado de las horas extraordinarias).² Hay, sin embargo, otros elementos que han emergido en el periodo pospandemia,³ como el mayor (menor) dinamismo de algunas actividades económicas con un número de horas por debajo (encima) del promedio como la Administración públi-

Horas trabajadas anuales por empleado: total por país de la UE (1995-2025)

Número

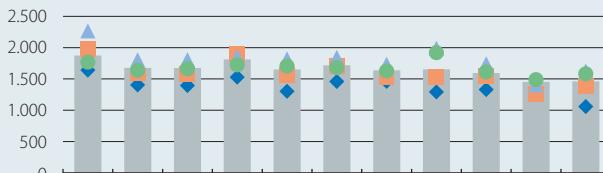


Nota: Datos trimestrales anualizados ajustados por estacionalidad y calendario.

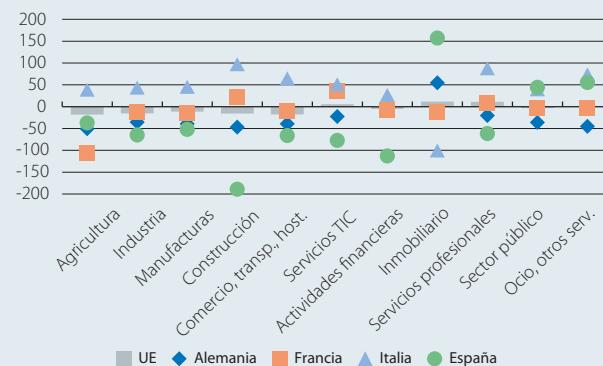
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Horas trabajadas anuales por empleado: por sector y país de la UE

Nivel en el 3T 2025



Variación 4T 2019 - 3T 2025



Notas: Datos trimestrales anualizados ajustados por estacionalidad y calendario. Secciones CNAE individuales o agrupadas. «Industria» incluye minería, manufacturas y utilities.

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

ca (industria),⁴ la escasez de mano de obra en algunos sectores –que, tras el shock de la guerra en Ucrania, habría favorecido la retención de trabajadores con un uso menos intensivo– o el incremento de las bajas temporales por enfermedad.⁵

4. Véase el segundo gráfico para las diferencias sectoriales en el número de horas trabajadas y para un análisis sobre las dinámicas sectoriales recientes, el Focus [«Caracterización del ciclo económico en la UE: ni transversal, ni robusto»](#) en el IM01/2026.

5. Para este último factor en el caso de España, véase el Focus [«La disparidad entre los ocupados y las horas trabajadas en España»](#) en el IM07/2024.

1. Para el aumento generalizado en el uso intensivo del trabajo en Italia, puede consultarse el capítulo 4 sobre mercado laboral en Ufficio Parlamentare di Bilancio (2025), «Rapporto sulla politica di bilancio 2025».

2. Banco de España (2023), «An analysis of hours worked per worker in Spain: trends and recent developments» y BCE (2025), «Who wants to work more? Revisiting the decline in average hours worked».

3. BCE (2023). «More jobs but fewer working hours».

Y, en cuarto lugar, en el periodo pospandemia vemos que los cambios para los diferentes sectores en el número de horas trabajadas son, en general, similares y moderados en el conjunto de la UE (véase el segundo gráfico). Francia comparte el mismo diagnóstico, mientras que los retrocesos en Alemania y los avances en Italia son igualmente transversales, aunque algo más intensos. La dispersión es, sin embargo, bastante marcada en España, donde vemos una notable caída en la construcción (un 11% menos de horas trabajadas en el 3T 2025 respecto al 4T 2019) y actividades financieras (descenso del 7%), frente a los aumentos en actividades inmobiliarias, el sector público y los servicios de ocio y entretenimiento.⁶

La compleja relación entre horas trabajadas y productividad

La literatura académica recoge una relación bidireccional pero no concluyente entre la productividad y la jornada laboral.⁷ Por un lado, ganancias de eficiencia pueden generar un efecto renta positivo si están asociadas a mayores salarios, lo que termina reduciendo el número de horas ofrecidas por un trabajador, pero también pueden llevar a una mayor sustitución de ocio a favor del trabajo si el primero se encarece en términos relativos. Y, por otro lado, en sentido contrario, puede producirse un efecto fatiga sobre la productividad derivado de un mayor número de horas trabajadas (rendimientos decrecientes), que puede coexistir con el efecto de un coste fijo de entrada o de aprendizaje acumulativo que aumente la productividad en paralelo a la jornada laboral. La prevalencia de unos canales sobre otros será determinante para evaluar el impacto de determinados eventos o políticas económicas.

En el caso de la UE, una mirada a largo plazo muestra una relación negativa entre desarrollo económico y el número de horas trabajadas por empleado (predominio del efecto renta positivo). Así, en Europa del Este, donde la jornada laboral ha caído con fuerza en las últimas décadas en paralelo al proceso de convergencia económica con los miembros fundacionales, la persistencia de una elevada brecha de productividad⁸ coexiste con registros todavía notablemente más elevados que el promedio (véase el tercer gráfico). De forma más reciente, para el conjunto de la UE, la continuidad en el periodo pospandemia de la reducción de horas trabajadas por ocupado ha sido compatible con aumentos de la productividad por hora y por empleado, favorecido por un efecto composición positivo hacia actividades más productivas. Sin embargo, esto no ha sido así para las cuatro grandes economías europeas (véase el cuarto gráfico). En particular, en los casos de Alemania y España, se observa un fuerte contraste entre la caída en la jornada laboral y el aumento de la productividad por hora trabajada, lo que ha resultado en un PIB por empleado prácticamente estancado en los últimos cinco años.

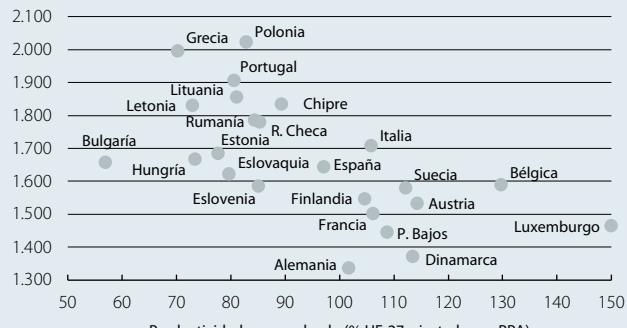
6. Resulta llamativa la fuerte correlación negativa existente entre las horas trabajadas en la construcción y en actividades inmobiliarias, que es extensiva al conjunto de la UE y las cuatro grandes economías aquí analizadas.

7. Una buena síntesis puede leerse en Cette, G., Drapala, S. y Lopez, J. (2023). «The circular relationship between productivity and hours worked: A long-term analysis».

8. Véase el Dossier «[Las claves de la productividad europea](#)» en el IM01/2026.

Productividad por empleado y horas trabajadas por año (2023)

Número de horas trabajadas por empleado y año

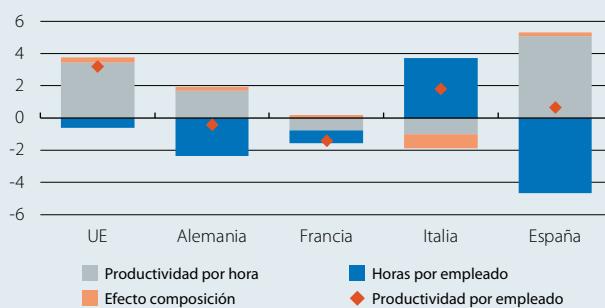


Notas: Productividad nominal ajustada por paridad de poder adquisitivo (PPA). Datos no disponibles para Croacia, Francia y Malta. Irlanda queda excluido del gráfico con valores de 200% de productividad por empleado y 1.654 horas trabajadas por año.

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

Productividad por empleado en países de la UE: variación 4T 2019-3T 2025

(% y contribuciones en p. p.)



Notas: Incluye las secciones B a N de la CNAE excepto actividades inmobiliarias (sección L). Datos ajustados por estacionalidad y calendario. El efecto composición incluye el cambio en los pesos de las horas trabajadas en sectores de mayor o menor productividad por hora y el cambio en los pesos del empleo en sectores de mayor o menor número de hora por empleado.

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

En síntesis, la disminución de las horas trabajadas en la UE es una tendencia secular que probablemente continuará, en las próximas décadas, favorecida por el envejecimiento de la población.⁹ Sin embargo, su intensidad no está escrita en piedra y dependerá de una serie de factores, entre los que destacan la evolución de la productividad, los cambios regulatorios en la jornada laboral, las condiciones generales de salud de los trabajadores de mayor edad, así como los incentivos y políticas para incrementar la participación laboral o el trabajo a tiempo parcial.¹⁰ Respecto al papel de la productividad, un escenario en el que las ganancias de eficiencia vinculadas a la inteligencia artificial sean limitadas o estén desigualmente distribuidas ejercerá probablemente de freno a mayores reducciones de la jornada laboral si se desea mantener el nivel de bienestar actual.¹¹

David Martínez Turégano

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

10. FMI (2024). «Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe».

11. Véase la nota al pie 7.

Hay razones para que la vivienda sea la principal preocupación de la ciudadanía europea

El pasado 16 de diciembre, la Comisión envió al Consejo y al Parlamento Europeo el denominado Plan de Vivienda Asequible, con el que busca facilitar el acceso de los europeos a una vivienda con condiciones dignas de habitabilidad.¹ El plan recoge una serie de medidas para incrementar la oferta de vivienda (particularmente en las áreas con mayor déficit), atraer inversión y movilizar financiación, apoyar a los segmentos más vulnerables –como jóvenes y trabajadores de bajo ingreso– y revisar la regulación para evitar cuellos de botella en la provisión de vivienda y mejorar la accesibilidad a medio plazo. Este análisis recorre la evolución reciente del mercado residencial europeo y explora las diferencias entre países en un contexto en el que la vivienda se ha convertido en la principal inquietud para los europeos.²

La escasez de oferta toma el relevo de los shocks en la actual fase inmobiliaria europea

El ciclo inmobiliario residencial en la UE se ha caracterizado en los últimos 10 años por cuatro fases diferenciadas. Una primera se enmarca en la salida de las crisis financieras-soberanas, que se extiende de 2014 a 2019, justo antes de la COVID-19, en la que el precio medio de las viviendas en la UE creció a un ritmo anual cercano al 5%, muy por encima de los precios al consumo y del coste del alquiler (poco más del 1% en ambos casos), así como de la renta bruta disponible per cápita (3%) (véase el primer gráfico).³ Este crecimiento acelerado de los precios refleja tanto un reajuste en términos reales tras las fuertes correcciones producidas entre 2007 y 2013 como una lenta reacción inicial de la oferta al crecimiento en el número de hogares (véase el segundo gráfico).

Una segunda etapa tiene lugar en el contexto de la pandemia, en la que se produjo una inusual acumulación de ahorro, resultado de las medidas de preservación de puestos de trabajo que contuvieron la caída de los ingresos laborales, combinadas con un menor gasto por las restricciones a la movilidad y las interrupciones en el suministro de ciertos productos.⁴ Conforme la situación fue normalizándose, la inversión en vivienda –y no solo

UE: precio de vivienda, alquiler, renta disponible e IPCA

(Índice 100 = 2019)



Notas: Renta bruta disponible de los hogares por habitante (incluye instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares). Promedio trimestral de los datos mensuales para el índice de precios al consumo armonizado (IPCA). El alquiler de vivienda se corresponde con el subgrupo 041 del IPCA.

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

UE: creación de hogares y construcción de viviendas

(Miles de unidades)



Notas: Permisos de construcción para edificación residencial excepto cooperativas (número de viviendas). Dato de 2025 para permisos de construcción estimado con la variación interanual de los tres primeros trimestres. Dato de 2025 para creación de hogares estimado con la variación interanual de la población de los tres primeros trimestres y aplicando el cambio promedio de los últimos 10 años en el tamaño del hogar.

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

en el segmento de primera residencia– aumentó de forma notable, presionando al alza los precios de compra, que duplicaron su avance interanual hasta el 10% a finales de 2021 y principios de 2022, muy por encima del incremento de la renta, los precios y los alquileres.

Una tercera fase tiene su desencadenante en la invasión rusa de Ucrania, que dio origen a un shock energético y de precios alcistas que iniciaron un ciclo más restrictivo de la política monetaria. El incremento de los tipos de interés por parte del BCE y el consiguiente encarecimiento de la financiación bancaria enfrió el mercado inmobiliario europeo, lo que se tradujo en el relativo estancamiento del precio de los inmuebles residenciales desde

1. Véase Comisión Europea (2025). «European Affordable Housing Plan».

2. Véase Comisión Europea (2025). «Public opinion on urban challenges and investment in cities».

3. El precio de la vivienda está basado en operaciones de compraventa. Por su parte, el coste del alquiler se aproxima por el subgrupo 041 del índice de precios al consumo armonizado (IPCA), que es el resultado de la revalorización de los contratos existentes y de la renta en los nuevos contratos.

4. Véase el artículo «El ahorro y el consumo en tiempos de pandemia: un repaso histórico e internacional» en el IM11/2021.

mediados de 2022 hasta el inicio de 2024, una vez que la política monetaria había completado su transmisión al sector real. Esta situación contrasta con el fuerte crecimiento de los precios al consumo durante este periodo (por encima del 10% interanual algunos meses) y la aceleración en la revalorización de los alquileres, que duplicaron su avance hasta el 3%.

Finalmente, en los dos últimos años nos encontramos en una fase diferente, en la que la oferta de nueva vivienda apenas se ha recuperado de los mínimos de 2023-2024, lastrada por cuellos de botella, escasez de mano de obra y encarecimiento de materiales de construcción. Por el contrario, la demanda se ha acelerado en un contexto de relajación de la política monetaria⁵ y mayor crecimiento demográfico impulsado por la inmigración –en parte por la llegada de refugiados ucranianos, en parte por la atracción de trabajadores ante la escasez de mano de obra en algunos sectores–. Así, el precio de compra vuelve a aumentar a un ritmo cercano al 5% interanual, alineado con el de la renta disponible para el promedio de la UE y donde el coste del alquiler también avanza ahora más que los precios al consumo (ligeramente por encima del 3% vs. el 2,5%, respectivamente).

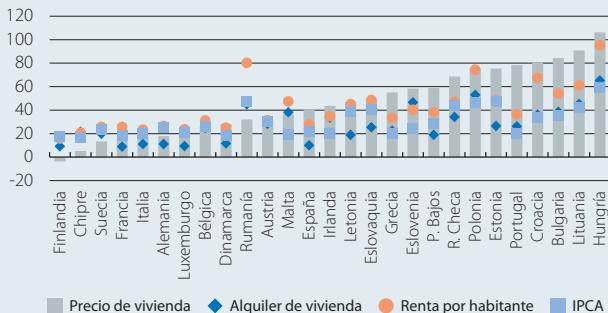
Marcada heterogeneidad geográfica en los mercados residenciales europeos

Los precios de la vivienda en la UE muestran en los últimos años un comportamiento diferencial por países, si bien emerge cierto patrón geográfico, con las mayores revalorizaciones registradas en toda Europa del Este y en el entorno mediterráneo (con Grecia y Portugal a la cabeza), frente a un crecimiento más contenido en el área centro norte, con las excepciones de Irlanda y Países Bajos (véase el tercer gráfico).⁶

Incluso dentro de estos grupos cabe distinguir los Estados miembros según lo alineada que ha estado la evolución de los precios de la vivienda con la del índice general de precios (cambio en los precios reales), la renta disponible (como medida de accesibilidad) o el coste del alquiler (*proxy* de la rentabilidad o coste de oportunidad). Así, por ejemplo, los precios de compra en Polonia, Croacia, Portugal y Bulgaria han aumentado en torno a un 80% entre 2019 y 2025, pero mientras que en los dos primeros casos el crecimiento de la renta per cápita ha sido similar, en el de los segundos el diferencial acumulado es de 30-40 p. p., lo que ha supuesto un significativo deterioro en el acceso a la compra de vivienda para su población. De la misma forma, España e Irlanda han registrado revalorizaciones alrededor del 40%, unos 10 p. p. por encima

UE: precio de vivienda, alquiler, renta e IPCA por país

Variación 2019-2025 (%)



Notas: Variación del promedio de los datos mensuales/trimestrales de 2025 respecto a los de 2019. Renta bruta disponible de los hogares por habitante (incluye instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares). El alquiler de vivienda se corresponde con el subgrupo 041 del IPCA. Datos de precio de vivienda para Grecia basados en la evolución observada del indicador de esfuerzo sobre renta entre 2019 y 2024 y variación igual a la renta por habitante en 2025. Los datos de renta en 2025 para Lituania, Croacia, Estonia, Eslovenia, Eslovaquia, Letonia, Malta, Luxemburgo y Chipre corresponden a la actualización con el IPCA sobre los datos de 2024 (para Bulgaria, sobre los datos de 2022).

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

del avance de los ingresos de las familias, si bien la diferencia entre ellos la marca el comportamiento del coste de los alquileres, mucho más contenido en el primer caso (10% vs. 30%) como resultado de las medidas aplicadas durante la COVID-19 y los controles después en zonas tensionadas.⁷

Entre los posibles factores explicativos de la dispersión geográfica se encuentran diferencias en el ajuste entre demanda y oferta, una distinta evolución de las condiciones financieras o cambios en el rol del segmento de segunda residencia.⁸ Aquí centramos la atención en el primer elemento, el más vinculado a los fundamentos de medio plazo para el mercado residencial. Para ello comparamos la variación en el número de hogares que ha tenido lugar durante los últimos años (desde 2022 para abstraernos del efecto demográfico de la COVID-19) con la provisión de nuevas viviendas a partir de los permisos de construcción (véase el cuarto gráfico). En general observamos un alineamiento razonable entre demanda por vivienda principal y oferta de nuevas viviendas, con la gran mayoría de países con un superávit/déficit de oferta inferior al 2% del número total de hogares. Sin embargo, cabe destacar algunos países donde los desajustes son significativos: Lituania, Portugal, Irlanda y Estonia, con un reciente desequilibrio superior al 5% (dos dígitos en los dos primeros países), y también Italia, Finlandia, Países

7. La variación contenida del coste del alquiler según el stock de contratos contrasta, sin embargo, con la notable revalorización registrada en los contratos nuevos en los últimos años, algo más de un 30% por m² entre 2021 y 2025 según los datos de Idealista.

8. Véase Comisión Europea (2025). «Housing in the European Union: market developments, underlying drivers and policies».

5. Véase «Los precios de la vivienda en Europa se reactivan por el giro en la política monetaria» en el Informe Sectorial Inmobiliario del 1S 2025.

6. BCE (2025). «Developments in the recent euro area house price cycle».

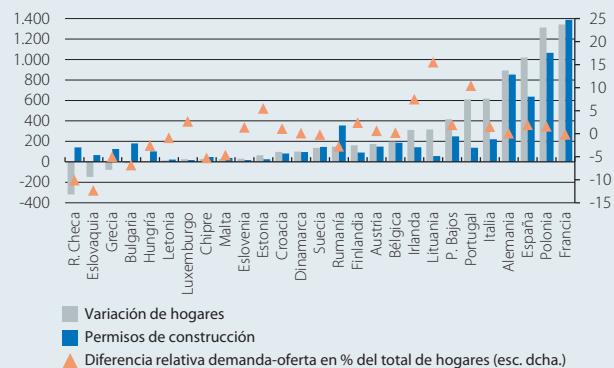
Bajos y España, donde este representa dos o más años de nueva construcción (hasta siete años en el primer caso).⁹

La evolución reciente del mercado residencial europeo refleja un ciclo marcado por shocks sucesivos y una oferta insuficiente que ahora emerge como el principal factor de tensión. Aunque el repunte de precios es generalizado, la heterogeneidad entre países es notable, con diferencias en accesibilidad y desajustes entre demanda y oferta que condicionan la respuesta de política. En este contexto, el Plan de Vivienda Asequible de la Comisión va en la buena dirección, pero solo una estrategia coordinada entre niveles de Gobierno permitirá que la vivienda deje de ser la principal preocupación ciudadana y se convierta en un pilar de cohesión social y estabilidad económica.

David Martínez Turégano

UE: creación de hogares y construcción de viviendas por país

(Miles de unidades, acumulado 2022-2025)



Notas: Permisos de construcción para edificación residencial excepto cooperativas (número de viviendas). Dato de 2025 para permisos de construcción estimado con la variación interanual de los tres primeros trimestres. Dato de 2025 para creación de hogares estimado con la variación interanual de la población de los tres primeros trimestres y aplicando el cambio promedio de los últimos 10 años en el tamaño del hogar.

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

9. Para un cálculo más fino con diferentes métricas en el caso español, véase [«El precio de no construir: cómo el déficit de vivienda explica gran parte de las presiones sobre los precios»](#) en el *Informe Sectorial Inmobiliario* del 2S 2025.

Las distintas velocidades de la inflación: un cálculo diferencial para el BCE

La eurozona alcanzó el objetivo de inflación del BCE en 2025. La inflación general bajó al 2,1% en el conjunto del año y cerró en el 1,9% en diciembre, mientras que las expectativas de la mayoría de los agentes también la sitúan en el 2% a medio plazo. ¿Cómo ha sido esta desinflación final hacia el 2%? ¿Qué productos y países han contribuido más? ¿Qué inercias quedan?

Por primera vez en tres años, en 2025 la desinflación se apoyó más en los componentes núcleo (bienes industriales y servicios) que en los más volátiles. Ello refleja una desinflación a distintas velocidades, espejo de la propia crisis inflacionista previa: los precios de la energía y los alimentos, que fueron los grandes tensionados en 2022, también lideraron el primer escalón de la desinflación en 2023. En cambio, los bienes industriales no energéticos y especialmente los servicios se movieron con rezago, liderando la desinflación en 2024 y 2025 tras haber acelerado en 2023.

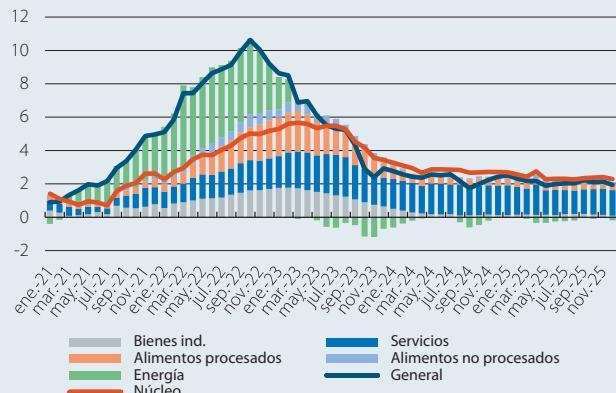
Las distintas velocidades todavía persisten en los últimos datos de inflación. La principal disonancia es la inercia que aún mantienen los servicios, con una inflación del 3,4% tanto en el conjunto de 2025 como en el último trimestre y mes del año, y que ha quedado compensada por la baja inflación de los bienes industriales no energéticos (0,6% en 2025, su menor cifra desde la pandemia). La inercia de los servicios se explica en gran medida por los coletazos finales de la transmisión de la crisis inflacionista, y los últimos datos muestran que se debe principalmente al comportamiento rezagado de servicios intensivos en factor trabajo (y, en consecuencia, más sensibles al crecimiento salarial), servicios intensivos en energía y servicios que actualizan sus precios con poca recurrencia.¹ Con la inflación general normalizada, los precios energéticos en niveles contenidos y los salarios en desaceleración, cabe esperar que en los próximos trimestres la inflación de los servicios avance definitivamente en su normalización.

Por otro lado, la vuelta de la inflación general al 2% también ha corregido la dispersión entre países generada en la crisis de 2022. Economías pequeñas pero muy castigadas por el shock energético, como los países bálticos (Estonia, Letonia y Lituania) llegaron a ver inflaciones

1. Por ejemplo, en diciembre de 2025, precios relacionados con transporte, servicios públicos (correos, recogida de basura, hospitalares) y seguros coparon nueve de las top 10 partidas con mayor inflación de la cesta núcleo y aportaron 0,5 p. p. a una inflación núcleo que fue del 2,3%. La inflación de los servicios relacionados con los seguros también tiene inercia porque se ve afectada por la inflación pasada de los productos asegurados.

Eurozona: IPCA

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



Nota: Variación interanual para la inflación general y núcleo; contribuciones para los componentes.

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

Eurozona: IPCA general

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



Nota: Para los componentes, se muestra su contribución al cambio en la inflación general entre 2023 y 2024 y entre 2024 y 2025.

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

Eurozona: dispersión de la inflación entre países

(p. p.)



Nota: Dispersión medida según la desviación estándar de la variación interanual del IPC armonizado entre los 20 países que constituyeron la eurozona a diciembre de 2025.

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

superiores al 20% en 2022), han registrado una fuerte desinflación (aunque todavía siguen en la banda alta de la eurozona, con tasas entre el 3% y el 4%). Entre las cuatro grandes economías europeas, el país que ofreció un mayor impulso a la desinflación del conjunto de la eurozona en 2025 fue Francia, mientras que Alemania y España también ayudaron a bajarla (aunque más levemente) e Italia, de hecho, la empujó un poco al alza por efectos de base relacionados con los precios energéticos.

En niveles, Francia destaca por tener la inflación más baja, en buena parte arrastrada por una contribución negativa de la energía debida a la mayor gradualidad con la que el encarecimiento energético se filtró a los precios franceses en la crisis.² La contribución negativa de la energía también persistió en Alemania e Italia, cuya dependencia energética de Rusia provocó inicialmente un encarecimiento de la energía relativamente superior (el IPC energético repuntó un 35% en Alemania y un 51% en Italia en el conjunto de 2022), aunque cuantitativamente en 2025 ya lo hizo de manera más residual. España, por su parte, ha registrado una inflación algo superior al promedio de la eurozona y, en gran medida, se explica por una mayor inflación en energía y alimentos respecto a la eurozona.³

En conjunto, las cifras de 2025 dibujan una inflación en el objetivo del 2% del BCE. Sin embargo, detrás de esta normalización hay una dispersión entre componentes que recoge la variedad de riesgos que rodean el escenario: desde la inercia de los servicios (que debe moderarse con los salarios) hasta la baja inflación de bienes (sujeta a riesgos de disrupción arancelaria y redirección comercial), pasando por los alimentos y su sensibilidad a eventos meteorológicos extremos.

Eurozona: IPCA

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

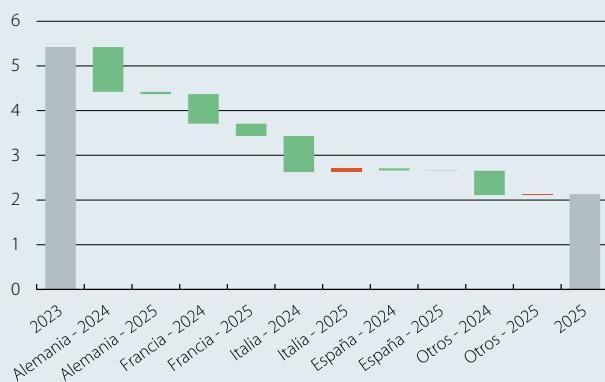


Nota: Variación anual para la inflación general; contribuciones para los componentes.

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

Eurozona: IPCA general

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

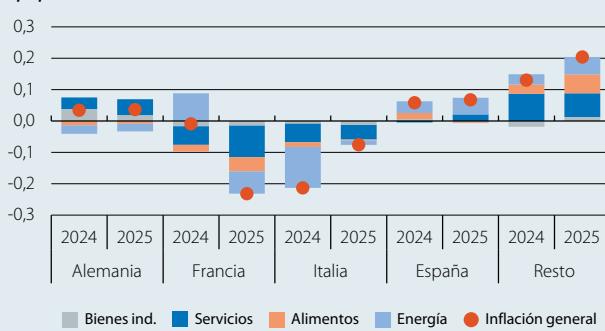


Nota: Para los países, se muestra su contribución al cambio en la inflación general de la eurozona entre 2023 y 2024 y entre 2024 y 2025.

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

IPCA: contribución diferencial por país al conjunto de la eurozona*

(p. p.)



Nota: La contribución diferencial se refiere a la contribución de la inflación general de cada país a la inflación del conjunto de la eurozona en exceso (+) o déficit (-) respecto a la contribución predicha por el peso del país en el índice (asumiendo la misma inflación en todos los países).

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

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Actividad									
PIB real	2,8	...	2,0	2,1	2,3	...	-	-	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	...	4,8	4,9	4,6	...	4,4	...	...
Confianza del consumidor (<i>valor</i>)	104,5	96,1	99,8	93,1	97,4	94,2	92,9	94,2	84,5
Producción industrial	-0,7	1,3	0,7	0,5	1,7	2,2	2,7	2,0	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (<i>valor</i>)	48,2	48,9	49,9	48,8	48,7	48,2	48,0	47,9	52,6
Viviendas iniciadas (<i>miles</i>)	1.371	...	1.401	1.354	1.339	...	...	...	...
Case-Shiller precio vivienda 2. ^a mano (<i>valor</i>)	330	...	340	338	337	...	341	...	...
Tasa de paro (% <i>pobl. activa</i>)	4,0	4,3	4,1	4,2	4,3	4,5	4,5	4,4	...
Tasa de empleo (% <i>pobl. > 16 años</i>)	60,1	59,8	60,0	59,8	59,6	59,7	59,6	59,7	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,8	...	-3,5	-3,6	-3,4	...	-3,1	...	...
Precios									
Inflación general	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	2,7	2,7	2,7	...
Inflación núcleo	3,4	2,9	3,1	2,8	3,1	2,6	2,6	2,6	...

JAPÓN

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Actividad									
PIB real	-0,2	...	1,6	2,0	0,6	...	-	-	-
Confianza del consumidor (<i>valor</i>)	37,2	34,7	34,7	32,8	34,6	36,8	37,5	37,2	37,9
Producción industrial	-3,0	1,2	2,5	0,8	0,6	1,0	0,6	0,8	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (<i>valor</i>)	12,8	13,5	12,0	13,0	14,0	15,0	-	-	-
Tasa de paro (% <i>pobl. activa</i>)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-1,0	...	-0,9	-0,7	-0,5	...	-0,4	...	...
Precios									
Inflación general	2,7	3,2	3,8	3,4	2,9	2,7	2,9	2,1	...
Inflación subyacente	2,4	3,0	2,7	3,2	3,2	3,0	3,0	2,9	...

CHINA

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Actividad									
PIB real	5,0	5,0	5,4	5,2	4,8	4,5	-	-	-
Ventas al por menor	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	0,7	1,3	0,9	...
Producción industrial	5,6	5,9	6,8	6,2	5,8	5,0	4,8	5,2	...
PMI manufacturas (oficial)	49,8	49,6	49,9	49,4	49,5	49,4	49,2	50,1	49,3
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	997	1.194	1.086	1.146	1.176	1.194	1.185	1.194	...
Exportaciones	4,6	5,5	5,7	6,0	6,5	3,8	5,8	6,6	...
Importaciones	1,0	0,0	-6,9	-0,8	4,4	2,9	1,9	5,7	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,6	0,7	0,8	...
Tipo de interés de referencia ³	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,1	7,1	7,0	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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Ventas al por menor (variación interanual)	1,2	...	2,4	3,0	1,9	...	2,3	...	...
Producción industrial (variación interanual)	-3,0	...	1,4	1,3	1,4	...	2,5	...	...
Confianza del consumidor	-12,6	-13,4	-12,7	-14,3	-13,6	-12,9	-12,8	-13,2	-12,4
Sentimiento económico	95,9	96,0	95,9	94,7	95,9	97,3	97,5	97,2	99,4
PMI manufacturas	45,9	49,1	47,6	49,3	50,1	49,5	49,6	48,8	49,5
PMI servicios	51,5	51,3	51,0	50,1	50,9	53,0	53,6	52,4	51,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	0,9	...	0,8	0,7	0,6	...	-	-	-
Tasa de paro (%) pobl. activa	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	...
Alemania (% pobl. activa)	3,4	3,7	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	...
Francia (% pobl. activa)	7,4	7,6	7,5	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	...
Italia (% pobl. activa)	6,6	6,0	6,3	6,3	6,0	5,7	5,6	5,6	...
PIB real (variación interanual)	0,8	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-0,5	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,1	0,9	0,7	0,8	0,9	1,1	-	-	-
Italia (variación interanual)	0,5	0,7	0,7	0,5	0,6	0,8	-	-	-

Precios

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
General	2,4	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	1,7
Núcleo	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,3	2,2

Sector exterior

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Saldo corriente	3,4	...	3,0	3,6	4,7	...	8,9	...	...
Alemania	5,8	...	5,4	6,7	9,3	...	18,1	...	...
Francia	0,1	...	0,0	-0,3	-0,9	...	-1,8	...	...
Italia	1,1	...	0,9	1,3	2,4	...	4,9	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,6	96,5	93,2	96,7	98,3	98,0	97,8	98,2	97,8

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	3,1	3,0	...
Crédito a hogares ^{2,3}	0,5	2,2	1,5	2,1	2,5	2,9	2,9	3,0	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,9	3,4	3,2	3,3	3,2	3,4	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	4,6	3,7	4,0	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,6	5,5	5,5	5,1	...
Otros depósitos a corto plazo	12,4	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,8	-0,4	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	14,7	11,1	4,4	0,6	1,5	-1,0	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	3,0	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	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 afronta 2026 con optimismo

A pesar de las dificultades, la actividad y el empleo muestran un elevado dinamismo. La economía española sorteó con éxito en 2025 las tensiones comerciales y geopolíticas del entorno global y creció un 2,8%, una cifra que mejora claramente tanto nuestra previsión en el arranque del año, que era del 2,3%, como el crecimiento de la eurozona, que se situó en el 1,5%. El incremento del PIB se fundamentó en el empuje de la demanda interna, que contrarrestó el deterioro de la externa, derivado del tirón de las importaciones.

Para este año esperamos que la economía prolongue su dinamismo, con un crecimiento superior al promedio de la eurozona, a pesar de que persistirá la incertidumbre geopolítica. La demanda interna seguirá siendo el principal motor del crecimiento, impulsada por el aumento del consumo privado y de la inversión, que se beneficiarán de unas condiciones financieras todavía favorables. El consumo se apoyará, además, en la mejora de la renta disponible –en un contexto de importante creación de empleo, crecimiento de los salarios y elevados flujos migratorios– y la sólida posición financiera de las familias, con una tasa de ahorro que seguirá normalizándose desde los altos niveles actuales. En el caso de la inversión, los soportes serán la implementación de los fondos NGEU, junto con la fortaleza de la construcción y el tirón de la inversión en nuevas tecnologías y activos intangibles.

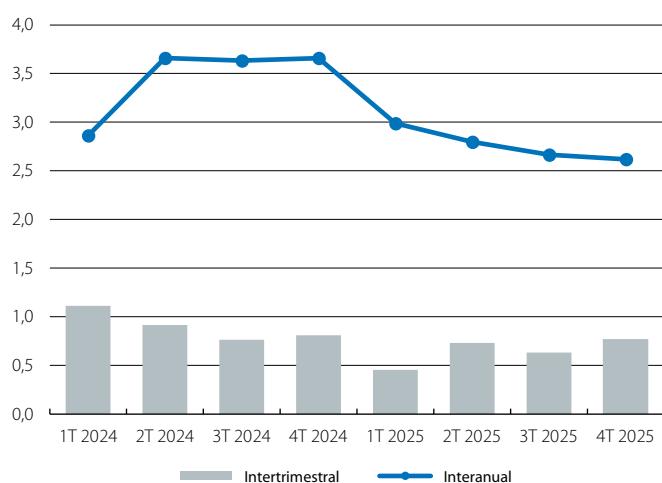
El PIB de España sorprende positivamente en el tramo final de 2025. El PIB creció en el 4T 2025 un 0,8% intertrimestral, por encima del 0,6% anotado en el 3T, mientras que en términos interanuales el ritmo se situó en el 2,6%, apenas 1 décima menos que en el trimestre anterior. Los últimos datos de PIB, mejores de lo inicialmente previsto, implican un punto de partida más elevado para 2026 y generan un efecto arrastre que nos llevará a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento para este año, actualmente en el 2,1%.

La demanda interna fue el principal motor de la economía en el 4T 2025, aportando 1,0 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB: el consumo privado creció un 1,0% y la inversión un 2,2%, especialmente en construcción, tanto residencial como no residencial, y, sobre todo, en equipo de transporte. En cambio, la demanda externa detrajo 0,2 p. p. al crecimiento intertrimestral, como consecuencia del mayor dinamismo de las importaciones, que, impulsadas por el empuje de la demanda interna, crecieron un 1,4%, frente al 0,8% anotado por las exportaciones. Entre estas últimas, contrasta la fortaleza de las exportaciones de servicios con el estancamiento de las de bienes, afectadas por los aranceles y la debilidad de nuestros socios de la eurozona.

El mercado laboral cerró 2025 con una notable fortaleza. Según la EPA del 4T 2025, los ocupados aumentaron en 76.200 personas, lo que supone el mejor dato en un 4T en cuatro años, superando ampliamente los registros de 2024 (34.900) y del promedio de 2014-2019 (28.300). Además, en términos desestacionalizados el crecimiento fue del 0,9% intertrimestral (0,5% anterior), el más intenso desde el 2T 2023. Por su parte, la tasa de paro se redujo 6 décimas hasta el 9,9%, la primera vez desde 2008 que se sitúa por debajo del 10%. De este modo, el año 2025 cerró con 605.400 ocu-

España: PIB

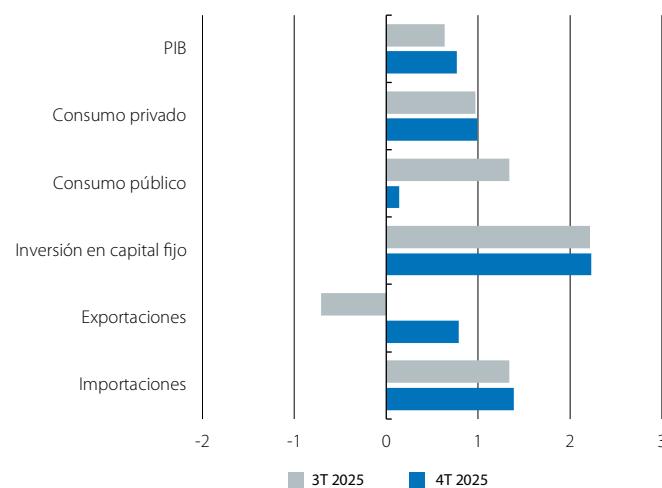
Variación (%)



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

España: componentes del PIB

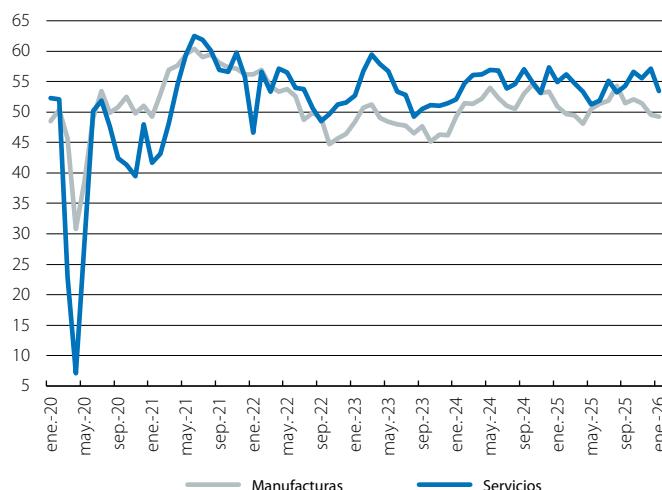
Variación intertrimestral (%)



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

España: PMI

Nivel



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

pados más (+2,8% interanual), hasta un nuevo récord de 22,46 millones, y 118.400 parados menos (-4,6%).

Los primeros indicadores de actividad disponibles para 2026 apuntan a una contención en el crecimiento. En primer lugar, como es habitual en enero, la afiliación a la Seguridad Social cayó en 270.782 trabajadores (-1,2%), un descenso algo más intenso al de años anteriores en dicho mes (-1,1% de media en 2023-2025), mientras que en términos desestacionalizados registra un aumento de 17.311 personas, frente a un promedio mensual de 42.875 en el 4T 2025. Por el lado de la oferta, los índices PMI de enero indican una moderación del crecimiento: en el caso del sector servicios, continúa en zona expansiva, por encima de 50 puntos, pero se reduce hasta 53,5 puntos, desde 57,1 puntos de diciembre. En cuanto al índice de la industria manufacturera, se sitúa en 49,2 puntos, ligeramente por debajo del registro anterior (49,6). Por el lado del consumo, el [Monitor de CaixaBank Research](#) muestra una ralentización de la actividad de tarjetas españolas en enero, con un crecimiento (hasta el día 21) del 3,4% interanual, frente al 5,5% de diciembre.

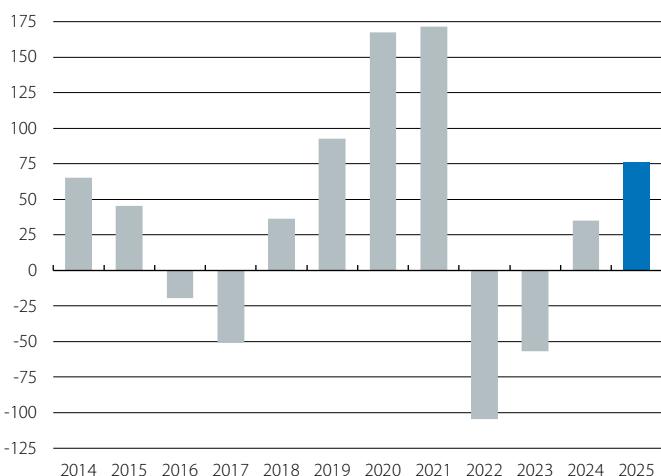
La inflación arranca el año con una fuerte ralentización, gracias a la energía. Según el indicador adelantado publicado por el INE, la inflación general prolongó en enero la senda de moderación de los meses anteriores y se redujo 5 décimas hasta el 2,4%, la tasa más baja desde junio de 2025. Por su parte, la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) se mantuvo en el 2,6%. El descenso de la inflación general se explica principalmente por los precios de la electricidad. Este enero desaparece el efecto base del IVA: en 2025, la electricidad soportó un IVA del 21%, frente al 10% de 2024. Ahora, al comparar dos meses con el mismo IVA del 21%, ese efecto se desvanece y empuja la inflación a la baja. A pesar de esta senda de moderación, la persistencia que muestra el componente de servicios nos hace prever que la inflación en 2026 aún se mantendrá ligeramente por encima del objetivo del 2%.

Primeras señales de estabilización en la demanda de vivienda. Las compraventas volvieron a crecer en noviembre (7,8% interanual), si bien mantienen un tono modesto desde agosto, lejos de las tasas de dos dígitos que registraron en la primera mitad del año. En cualquier caso, el nivel de actividad en 2025 sigue siendo muy elevado, con 660.000 operaciones de compraventa cerradas entre enero y noviembre, lo que supone un incremento del 12% interanual. Sin embargo, la oferta de vivienda nueva sigue lejos de satisfacer esa fortaleza de la demanda: en el mismo periodo se visaron 127.400 obras nuevas, un 7,4% más que en el mismo periodo del año anterior pero insuficiente para absorber los nuevos hogares (220.000 en términos acumulados de cuatro trimestres hasta el 3T 2025). Este desajuste entre oferta y demanda seguirá presionando al alza los precios de la vivienda a corto y medio plazo.

El superávit por cuenta corriente se mantiene en niveles elevados gracias a los servicios. El saldo de la balanza por cuenta corriente en 2025, con datos acumulados de 12 meses hasta noviembre, arrojó un superávit del 2,9% del PIB, ligeramente inferior al máximo histórico anotado en 2024 (3,2%). Por un lado, el déficit comercial aumentó hasta el 2,8% del PIB (2,1% en 2024), debido al deterioro de la balanza de bienes no energéticos, en un contexto de fuerte tirón de las importaciones para satisfacer la pujante demanda interna. Por el contrario, la balanza de servicios sigue anotando elevados superávits, tanto los no turísticos (2,3% del PIB vs. 2,0% en 2024) como los turísticos (4,2% del PIB vs. 4,3%).

España: ocupados

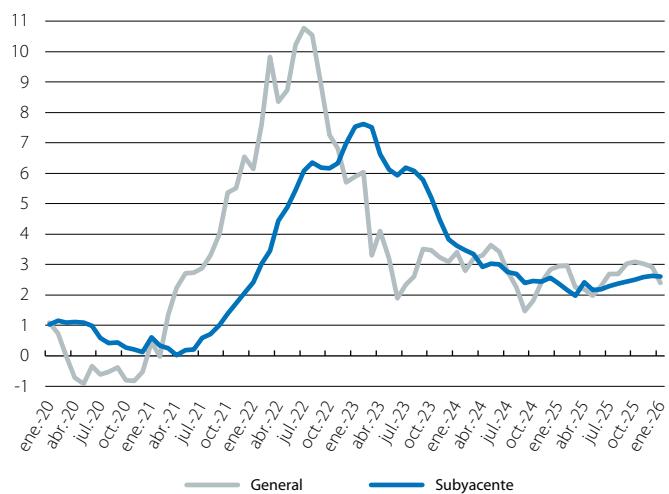
Variación trimestral en el 4T (miles)



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

España: IPC

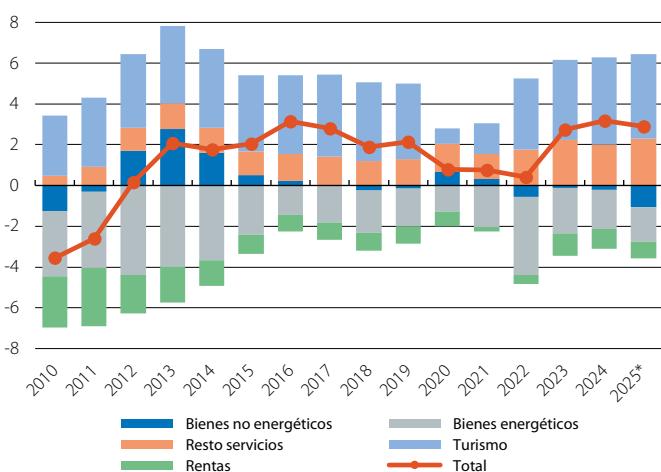
Variación interanual (%)



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

España: balanza por cuenta corriente

(% del PIB)



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

Necesidades de financiación del Tesoro en 2026: elevadas pero absorbibles gracias a la fuerte demanda

España afronta 2026 con unas necesidades de financiación todavía elevadas, aunque en un contexto fiscal relativamente más favorable que el de sus principales pares europeos. Pese a la reducción del déficit y de la deuda pública en porcentaje del PIB, los elevados niveles nominales y un volumen de vencimientos similar al de 2025 hacen que las necesidades de financiación se mantengan en niveles comparables a los de los últimos ejercicios. En este contexto, la solidez de la demanda de deuda pública –especialmente por parte de inversores no residentes– permite anticipar una absorción ordenada del volumen de emisiones.

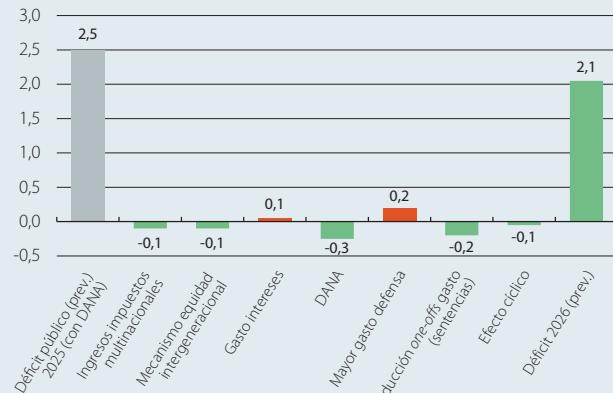
Prevemos que el déficit público se reduzca del 2,5% en 2025 al 2,1% del PIB en 2026,¹ gracias, entre otros factores, a la reducción de gastos extraordinarios –como las ayudas por la DANA y pagos judiciales (ambos conceptos representarán en 2025² cerca del 0,5% del PIB)– y al dinamismo económico, aunque el aumento del gasto en defensa compensará parcialmente estos factores. De esta forma, España se situará en una mejor posición fiscal que Francia (déficit fiscal del 4,9% del PIB en 2026 según la Comisión Europea) o Italia (2,8%).

Los ingresos públicos se prevé que crezcan más del 5% interanual,³ algo por encima del PIB nominal, mientras que el crecimiento del gasto computable neto⁴ se situaría algo por encima del 4,0%, superior al objetivo del 3,7% pactado con la Comisión Europea, lo que implicaría, según estimaciones de la propia Comisión, una desviación por valor del 0,3% del PIB, justo en el límite de lo tolerado, por lo que no constituiría un incumplimiento formal de la senda fiscal acordada ni daría lugar a la activación de una advertencia formal (*early warning*).⁵

1. La AIRF es incluso más optimista y lo sitúa en el 2,0%.
2. Estimaciones del «Informe de Progreso Anual 2025», Ministerio de Economía.
3. Véase el [«Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las Administraciones públicas para 2026»](#), publicado en noviembre por la AIRF.
4. El gasto computable neto, relevante para las reglas fiscales europeas, incluye el gasto público neto de los gastos en concepto de intereses, medidas discrecionales relativas a los ingresos, los gastos en programas de la UE compensados íntegramente con los ingresos procedentes de los fondos de la Unión, el gasto nacional en cofinanciación de programas financiados por la Unión, los elementos cíclicos del gasto en prestaciones de desempleo y las medidas puntuales y otras medidas de carácter temporal. Asimismo, no incluye los gastos asociados a la DANA.
5. En el nuevo marco fiscal europeo, la activación de mecanismos correctivos más exigentes no depende de desviaciones puntuales, sino de su persistencia y acumulación en el tiempo. En particular, las reglas se centran en identificar incumplimientos sostenidos de la senda de gasto pactada, evaluados a través de una cuenta de control acumulada, así como en la ausencia de medidas correctoras creíbles. De este modo, una desviación puntual puede dar lugar a un *early warning*, pero lo relevante para escalar el procedimiento es su persistencia y falta de corrección. En términos acumulados, la cuenta de control –considerando las desviaciones del periodo 2024-2026– presentaría en 2026 una desviación del 0,2% del PIB, muy por debajo del umbral máximo del 0,6%. Este resultado viene favorecido por el hecho de que en 2024 el crecimiento del gasto primario neto se situó muy por debajo del objetivo, con un margen en torno al 0,4% del PIB.

Déficit público

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research.

España: necesidades de financiación del Tesoro

(Miles de millones de euros)



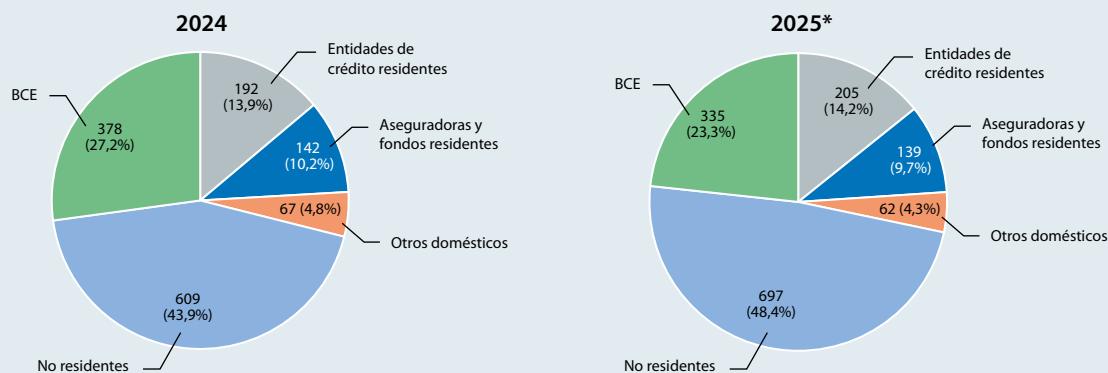
Nota: * Las cifras de amortizaciones no incluyen las letras.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

Aunque el déficit público continuará reduciéndose, las necesidades de financiación del Tesoro seguirán siendo relativamente elevadas y alineadas con las de 2025. En particular, en 2026, el Tesoro prevé una emisión neta de 55.000 millones de euros, cubierta principalmente mediante instrumentos de medio y largo plazo; 50.000 millones con tales instrumentos, y los 5.000 restantes con Letras del Tesoro. Se trata de una cifra muy similar a los 54.775 millones de 2025 y a los 55.034 de 2024, aunque inferior en 10.000 millones a la de 2023. La emisión bruta de deuda a medio y largo plazo, que suma las amortizaciones a las emisiones netas, será de 176.514 millones de euros, 5.600 millones más que en 2025, e incluirá una amortización prevista del MEDE de 3.643 millones de euros.

España: tenencias de deuda del Estado (letras, bonos y obligaciones)

(Miles de millones de euros y estructura en %)



Nota: * Dados de octubre de 2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

El respaldo internacional y la robustez de la demanda serán determinantes. El BCE continuará sin reinvertir vencimientos, lo que refuerza la importancia del atractivo de la deuda española en un contexto de tipos más altos que en 2016-2022. El menor protagonismo del BCE se está viendo más que compensado por los no residentes; en los primeros 10 meses de 2025, los inversores no residentes incrementaron sus tenencias de bonos y obligaciones (excluidas las letras) en 74.300 millones de euros, muy por encima del promedio histórico (+19.200 millones anuales de aumento de sus tenencias de media durante el periodo 2003-2023), elevando su participación en las tenencias de deuda pública de medio/largo plazo al 48,9% frente al 44,9% de finales de 2024. Mientras tanto, los inversores minoristas domésticos redujeron sus posiciones en Letras del Tesoro en 5.800 millones desde finales de 2024, una tendencia consistente con las reducciones de tipos llevadas a cabo por el BCE (aunque sus tenencias son 18.000 millones mayores que a finales de 2022 en la antesala de las subidas de tipos acometidas tras el shock energético), aunque más que compensada por un aumento de 11.000 millones en las compras de letras por parte de no residentes. En conjunto, los inversores domésticos concentran el 28,3% de la deuda pública en circulación, cifra ligeramente menor que el 28,9% de finales de 2024, pero mayor que el 26,3% de 2022.

El coste medio de la nueva deuda emitida por el Estado en 2025 se situó en el 2,70%, una reducción de 46 p. b. frente a 2024, consistente con el descenso de los tipos de interés. Por su parte, el coste medio de la deuda en circulación se mantuvo en niveles contenidos y finalizó 2025 en el 2,31%, apenas 10 p. b. por encima del nivel de 2024. Este nivel, no obstante, sigue siendo superior al mínimo histórico alcanzado en 2021 (1,64%) y refleja un fenómeno clave: aunque los tipos de emisión han bajado respecto a 2024, siguen por encima del coste medio acumulado, lo que provoca un

España: coste de la deuda del Estado

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

repunte gradual del coste medio. La vida media se mantiene estable en torno a ocho años, con vencimientos bien distribuidos y bajo riesgo de refinanciación (13% a un año).⁶ Finalmente, estimamos que el pago de intereses del conjunto de las Administraciones públicas, teniendo en cuenta las expectativas de mercado, podría alcanzar el 2,5% del PIB en 2026, 1 décima más que en 2025, aunque muy por debajo del nivel de 2014 (3,5% del PIB). Este leve incremento se explica por la renovación del stock de deuda: se amortizan emisiones antiguas con tipos más bajos que los actuales.

Respecto al stock de deuda pública, prevemos que la deuda pública se situará alrededor del 99% del PIB a finales de este año, todavía más de 1 punto por encima del nivel de 2019. Estimamos que el 22,5% del total estará en manos del BCE, dejando el 77,5% del total en manos del resto de inversores.

6. Véase el «Observatorio de Deuda» de la AIReF, de diciembre de 2025.

Así, la deuda neta de tenencias del banco central se situará en torno al 76,7% del PIB, frente a niveles mucho más altos en el pasado, como el 101,6% en 2014.

En definitiva, España afronta 2026 con unas necesidades de financiación elevadas pero plenamente absorbibles en el entorno actual de mercado, apoyadas en una base inversora sólida. Sin embargo, más allá del corto plazo, el principal reto reside en la credibilidad de la senda fiscal a medio plazo. El aumento estructural del gasto público –en especial en defensa y asociado al envejecimiento– y la plena aplicación de las nuevas reglas fiscales europeas exigen una estrategia de consolidación fiscal creíble, gradual y sostenida para garantizar la estabilidad de las finanzas públicas más allá de 2026.⁷

Javier García-Arenas

España: deuda pública



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España, del BCE y previsiones propias.

7. Véase la nota al pie 3.

La rotación empresarial, un reto estructural de la restauración española

Desde la salida de la pandemia, la restauración en España se ha recuperado con fuerza, apoyada en el dinamismo del turismo y en la normalización del consumo. Los ingresos han crecido y el empleo ha alcanzado máximos históricos, consolidándola como uno de los pilares del sector servicios. A pesar de este buen desempeño, el sector mantiene un reto pendiente: la elevada rotación empresarial, que limita la estabilidad y la madurez del tejido productivo.

La rotación se sitúa de forma sistemática por encima de la media de la economía y supera el 20% del total de empresas activas.¹ El sector, además, es especialmente joven: una de cada cuatro empresas en activo tiene un año o menos de antigüedad, mientras que la proporción de las que cuentan con 20 años o más es muy inferior a la media. En balance, aunque cierta rotación es propia de la actividad de un sector como la restauración, su intensidad cuestiona la capacidad de las empresas para consolidarse, crecer y mejorar su productividad.

¿Por qué es tan alta la rotación?

Las características del sector ayudan a explicarla. Primero, barreras de entrada bajas. La inversión inicial es relativamente limitada frente a otros sectores, lo que facilita la creación de nuevos negocios, pero también incrementa la probabilidad de que muchos de ellos no logren consolidarse.

Segundo, España presenta una elevada densidad de locales de restauración por habitante (5,4 por cada 1.000 habitantes), especialmente en regiones con una fuerte orientación turística. Esta elevada concentración intensifica la competencia, presiona los márgenes y dificulta la supervivencia de los establecimientos menos eficientes. Además, las regiones turísticas suelen estar más expuestas a una demanda volátil y estacional, lo que contribuye a unas tasas de rotación más elevadas.

El tamaño empresarial es otro de los factores clave. En el sector predominan las empresas pequeñas y estas registran rotaciones cercanas al 30%, muy por encima de la media del sector. A medida que aumenta el número de trabajadores, la rotación se reduce de forma significativa, hasta situarse incluso por debajo de la media de la economía en las empresas de mayor tamaño. Todo ello sugiere que el tamaño aporta estabilidad, al dotar a las

1. La tasa de rotación empresarial se define como el porcentaje de empresas que han causado alta o baja en un periodo determinado respecto al total de empresas activas. Es un indicador del grado de renovación o reemplazo del tejido empresarial.

España: tasa de rotación empresarial por sectores

(% sobre el total de empresas activas)



Nota: Datos de 2023.

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

empresas de mayor capacidad financiera, una estructura organizativa más sólida y una mayor resiliencia ante perturbaciones adversas.

La forma jurídica también resulta relevante. Las empresas del sector están típicamente gestionadas por personas físicas, pero estas presentan un nivel de rotación superior al de las gestionadas por personas jurídicas (23% frente al 17%, respectivamente), lo que apunta a que estas últimas presentan un mayor grado de profesionalización y una gestión más estructurada.

A los factores anteriores se suman otros que afectan al conjunto del sector, como la elevada rotación laboral, la dificultad para atraer y retener personal cualificado y el aumento de los costes operativos, que no siempre pueden trasladarse a precios sin pérdida de clientela.

Una comparación con Europa

La restauración tiene en España un peso notablemente superior al promedio de la UE, tanto en número de empresas como en volumen de ingresos. Asimismo, la productividad del sector, medido por el valor añadido por trabajador, compara con el promedio de la eurozona de manera favorable respecto a los demás sectores de nuestra economía: si el conjunto de la economía española presenta una productividad un 15% inferior al promedio de la eurozona, el sector de la restauración tan solo se sitúa un 8,5% por debajo. No obstante, el sector aún presenta margen de mejora.

Frente a Francia, Alemania o Italia, el sector español está más atomizado: predominan las micropymes y hay una

menor proporción de empresas de mayor tamaño, muchas en manos de personas físicas. Esta estructura se asocia a tasas de rotación más elevadas y a una productividad inferior. En muchas economías europeas, el sector está compuesto por menos empresas, pero más grandes, con una menor rotación y una mayor capacidad para generar ingresos.

Crecer, profesionalizarse y ganar eficiencia

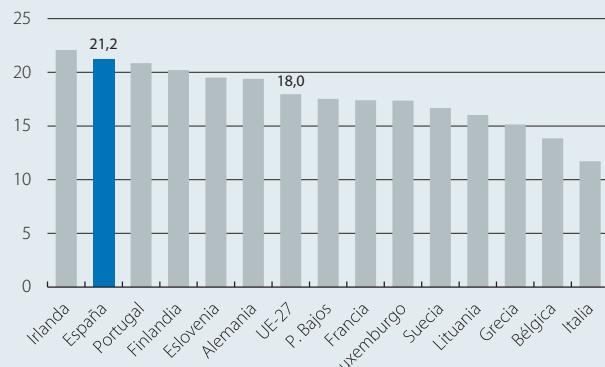
En definitiva, la elevada rotación empresarial constituye uno de los principales retos estructurales de la restauración española. Aunque el dinamismo del sector es una fortaleza, una rotación excesiva limita la consolidación de las empresas, frena las ganancias de productividad y aumenta la vulnerabilidad ante cambios en el entorno económico.

Para reducir la rotación, es necesario que los nuevos emprendimientos se lleven a cabo con una mayor lógica de negocio, elaborando planes de negocio que aporten mayor solidez a estas apuestas empresariales. También es necesario favorecer un entorno en el que las empresas viables puedan crecer y ganar eficiencia. Avanzar hacia un tejido empresarial formado por compañías de mayor tamaño, mejor gestionadas y con una mayor capacidad de adaptación resulta clave para asegurar un crecimiento más sostenible. Asimismo, mejorar la formación y la retención del talento y adaptar los modelos de negocio a la estacionalidad contribuirá a reforzar la resiliencia del sector. De esta manera, la restauración española podrá asegurar un desarrollo más sólido a medio y largo plazo.

Pedro Álvarez Ondina

UE: tasa de rotación empresarial en restauración

(% sobre el total de empresas activas)

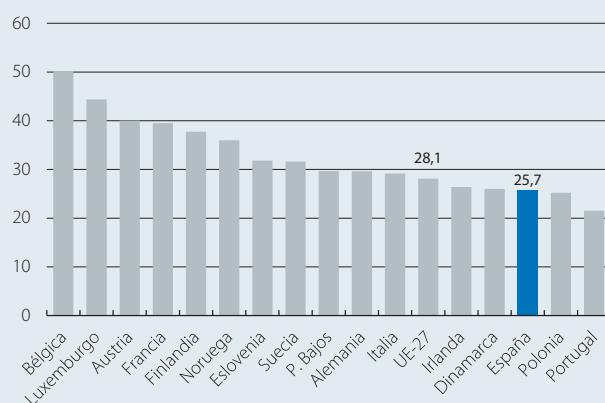


Nota: Datos de 2023.

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

UE: valor añadido por empleado en restauración

(Miles de euros por empleado)



Notas: Datos de 2023. Eurostat solo ofrece datos de valor añadido a coste de factores.

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

Indicador salarial de CaixaBank Research: nuevas perspectivas por tamaño empresarial y permanencia laboral

La evolución de los salarios es clave para analizar el poder adquisitivo de los trabajadores y las dinámicas macroeconómicas. En contextos de elevada inflación, como el registrado en 2022, el seguimiento de la remuneración salarial mediante indicadores precisos y de alta frecuencia permitió detectar la ausencia de una espiral precios-salarios. En este marco, CaixaBank Research desarrolló un indicador salarial a partir de datos internos anonimizados, integrado en el [portal de Economía en tiempo real](#), que ahora incorpora dos importantes novedades: desagregación por tamaño de empresa y distinción entre los trabajadores que permanecen y los que cambian de empleador. Estas mejoras permiten un seguimiento más granular de las dinámicas salariales en España y complementan la información proporcionada por las estadísticas tradicionales.

Un indicador sólido y cada vez más completo

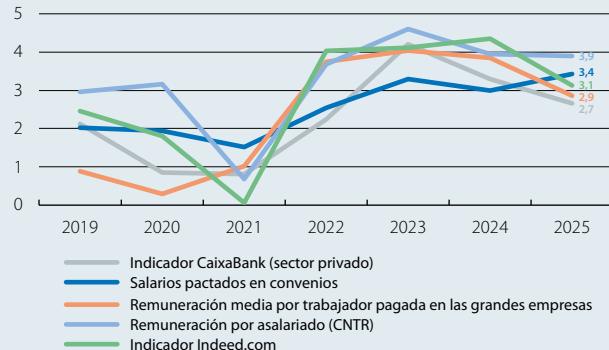
El indicador salarial de CaixaBank se construye a partir de movimientos de cuenta identificados como nómina, debidamente anonimizados.¹ Su comparación con otras referencias (aumentos pactados en convenios, indicadores de grandes empresas u ofertas en portales de empleo, entre otros) muestra que reproduce de forma similar la evolución agregada de los salarios, aportando a la vez mayor granularidad y latencia de pocos días. El primer gráfico del artículo ilustra estas dinámicas comunes a pesar de las diferencias entre ellos, como el rebote salarial experimentado en 2022 y 2023 y la posterior moderación en 2024 y 2025. En 2025, las nóminas crecieron un 2,7% en promedio según el indicador, 6 décimas menos que en 2024 y al mismo ritmo que el IPC.

Diferencias salariales por tamaño de empresa

Una de las novedades incorporadas en el portal es la segmentación del crecimiento salarial en el sector privado según el tamaño de la empresa emisora de la nómina: microempresas (5-9 empleados), pequeñas (10-49), medianas (50-249) y grandes (250 o más).² Los datos

España: indicadores de salarios

Variación interanual (%)

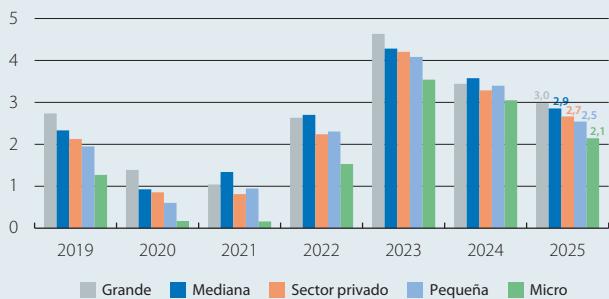


Notas: El indicador salarial de CaixaBank corresponde a la mediana de la variación interanual de la nómina mensual, calculada cliente a cliente, en términos netos y nominales (no deflactados). Los salarios pactados en convenios reflejan la variación salarial media anual acordada, con efectos económicos en el año correspondiente. La remuneración media por trabajador en grandes empresas mide el incremento del coste salarial por empleado en corporaciones de gran tamaño, a partir de información de la Agencia Tributaria. La remuneración por asalariado procede de la contabilidad nacional trimestral e incluye el conjunto de pagos a los trabajadores (salarios brutos, cotizaciones sociales y otros costes laborales). El Indeed Wage Tracker corresponde a la mediana de los incrementos salariales interanuales observada en nuevas ofertas de empleo de Indeed.com.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos, del INE, de MINECO y de Indeed.com.

España: indicador de salarios del sector privado de CaixaBank Research

Variación interanual (%)



Notas: El indicador salarial de CaixaBank corresponde a la mediana de la variación interanual de la nómina mensual, calculada cliente a cliente, en términos netos y nominales (no deflactados). El tamaño se calcula en empresas clientes de CaixaBank que emiten nóminas; por tanto, el indicador por tamaño solo usa transferencias emitidas en concepto de nómina.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

muestran que las empresas grandes registran aumentos salariales, en promedio, más elevados: en 2025, un 3,0% frente a un 2,9% en medianas, un 2,5% en pequeñas y un 2,1% en microempresas. Este diferencial por tamaño se observa de forma recurrente a lo largo del periodo analizado, aunque su magnitud es hoy menor. La investigación económica documenta ampliamente este patrón y lo atribuye a la mayor productividad y capacidad de reparto de rentas en empresas grandes, así como a su capacidad para atraer y retener perfiles más cualificados (Brown y Medoff, 1989; Bloom *et al.*, 2018).

1. El indicador corresponde a la mediana de la variación interanual de la nómina mensual, calculada cliente a cliente, en términos netos y nominales (no deflactados). Se consideran transferencias recibidas por clientes en concepto de nómina y transferencias emitidas por empresas clientes de CaixaBank, evitando duplicidades cuando emisor y receptor son clientes. Para más detalle, véase el documento metodológico disponible en <https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com/#monitor>.

2. El tamaño se calcula en empresas clientes de CaixaBank que emiten nóminas; por tanto, el indicador por tamaño solo usa transferencias emitidas en concepto de nómina.

Permanecer o cambiar: el impacto de la movilidad laboral en los salarios

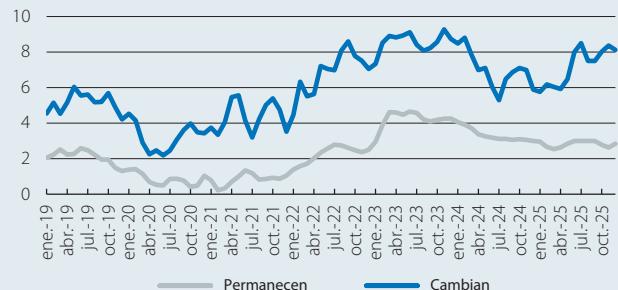
El segundo eje distingue entre quienes permanecen en la misma empresa y quienes cambian de empleador en un horizonte de 12 meses.³ Los resultados muestran que los trabajadores que cambian de empresa registran aumentos salariales notablemente superiores a los que permanecen en la misma. La movilidad es un canal habitual de mejora retributiva, especialmente donde hay escasez de determinados perfiles o competencia intensa por mano de obra cualificada.

La brecha salarial entre permanecer y cambiar de empresa puede aportar información relevante sobre el grado de tensión en el mercado laboral, entre otros: fue reducida en 2020-2021 durante la pandemia y se amplió a partir de 2022 con la reactivación económica y las tensiones inflacionistas. En 2025, se moderan los salarios de quienes permanecen (+2,8%, frente a un 3,3% en 2024), mientras que quienes cambian mantienen incrementos elevados (7,2%). Este patrón sugiere tensiones puntuales en determinadas ocupaciones, que llevan a las empresas a ofrecer mayores aumentos para atraer determinados perfiles de talento.

Josep Mestres Domènech

España: indicador de salarios de CaixaBank Research por permanencia en la empresa

Variación interanual (%)



Notas: El indicador salarial de CaixaBank corresponde a la mediana de la variación interanual de la nómina mensual, calculada cliente a cliente, en términos netos y nominales (no deflactados). Un empleado «permanece» si trabaja en la misma empresa del sector privado que el año anterior o en el mismo grupo. «Cambia» si trabaja en empresa o grupo distintos en t y t-12. La muestra corresponde a empresas clientes de CaixaBank emisoras de nóminas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

3. Un empleado «permanece» si trabaja en la misma empresa del sector privado que el año anterior o en el mismo grupo. «Cambia» si trabaja en empresa o grupo distintos en los meses t y t-12. La muestra corresponde a empresas clientes de CaixaBank emisoras de nóminas. La definición es similar a la utilizada para distinguir *switchers* y *stayers* en el *wage tracker* de la Reserva Federal de Atlanta (<https://www.atlantafed.org/chcs/wage-growth-tracker>).

Indicadores de actividad y empleo

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Industria									
Índice de producción industrial	0,4	...	-0,8	1,5	2,6	...	4,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-4,9	-4,8	-5,0	-5,4	-5,0	-3,8	-3,5	-3,5	-2,4
PMI de manufacturas (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	51,5	49,6	49,2
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	16,7	...	20,1	14,8	7,9	...	7,7	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	9,7	...	17,0	22,9	18,7	...	13,3	...	...
Precio de la vivienda	8,4	...	12,2	12,7	12,8	...	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	8,1	6,3	4,3	3,2	3,2	3,2	...
PMI de servicios (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	55,6	57,1	53,5
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	1,8	4,3	3,4	5,1	4,5	4,3	6,0	2,9	...
Matriculaciones de automóviles	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	12,9	-2,2	1,1
Indicador de sentimiento económico (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,7	104,4	104,9	104,5	106,2
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	2,2	2,6	2,4	2,7	2,6	2,8	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	11,3	10,5	11,4	10,3	10,5	9,9	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social ³	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4	2,5	2,4	2,3
PIB	3,5	2,8	3,0	2,8	2,7	2,6	...	...	...

Precios

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
General	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	3,0	2,9	2,4
Subyacente	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6

Sector exterior

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,2	...	3,3	2,0	0,8	...	0,8	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,1	...	4,2	4,1	4,6	...	4,5	...	...
Saldo corriente	50,7	...	47,8	48,6	48,7	...	48,7	...	...
Bienes y servicios	66,3	...	63,5	63,7	62,1	...	62,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	-15,7	...	-15,7	-15,1	-13,4	...	-13,4	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	68,7	...	66,6	67,6	67,1	...	67,4	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	5,1	4,7	4,6	3,9	4,9	4,7	4,7	4,7	...
A la vista y preaviso	2,0	6,6	3,1	5,0	7,2	6,6	7,0	6,6	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	23,5	-4,5	12,6	-1,5	-6,6	-4,5	-6,6	-4,5	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	23,1	4,9	24,4	25,5	7,2	4,9	1,4	4,9	...
TOTAL	6,3	4,8	5,9	5,4	5,1	4,8	4,4	4,8	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	3,4	1,7	2,6	2,8	3,4	3,1	3,4	...
Empresas no financieras	0,4	2,9	1,6	2,5	2,3	2,9	2,5	2,9	...
Hogares - viviendas	0,3	3,5	1,4	2,3	2,9	3,5	3,1	3,5	...
Hogares - otras finalidades	2,3	4,5	3,1	-261,4	-278,2	4,5	4,5	4,5	...
Administraciones públicas	-2,6	10,7	-0,3	5,3	12,9	10,7	12,3	10,7	...
TOTAL	0,5	3,9	1,6	2,7	3,4	3,9	3,7	3,9	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,3	...	3,2	3,0	2,9	...	2,8	...	...

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.

Portugal: 2025 con más empleo y un crecimiento robusto

En el 4T 2025, el PIB creció un 0,8% intertrimestral, lo que situó el crecimiento anual de 2025 en el 1,9%. El comportamiento trimestral reflejó una contribución negativa de la demanda interna asociada a una fuerte caída de la inversión. Los cambios fiscales anunciados para 2026 podrían haber llevado al aplazamiento de decisiones de inversión, especialmente en el sector de la construcción. Por su parte, la contribución de la demanda externa fue positiva debido a la reducción de las importaciones. El comportamiento mejor de lo esperado de la actividad y la aceleración observada en el tramo final del año implican que los riesgos para nuestra previsión del crecimiento del PIB en 2026 (2,0%) se encuentran sesgados al alza. El efecto arrastre se ha reforzado en un contexto en el que prevalecen varios factores que deberían estimular la economía a lo largo del año, como una aceleración de la inversión, favorecida por la ejecución de los fondos NGEU y unas condiciones financieras favorables, y la robustez del mercado laboral. La demanda externa seguirá restando fuerza al crecimiento, dada la elevada intensidad importadora de la demanda interna y la alta incertidumbre a nivel global. Asimismo, los datos disponibles para enero apuntan a una economía en expansión. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea se mantiene por encima de los 100 puntos, a pesar de la caída hasta los 104,2 puntos en enero (vs. 107,2 en diciembre).

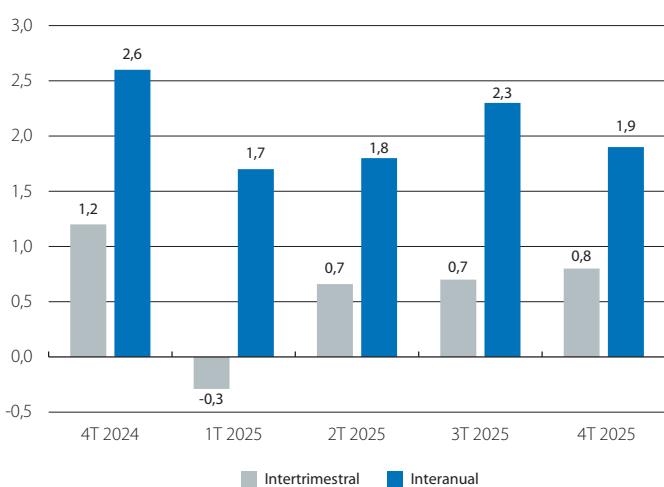
El mercado laboral cierra el año con broche de oro. El empleo creció un 3,7% interanual en el 4T y situó el crecimiento anual en un 3,2%, un nivel cercano al registrado en 2022. El sector terciario fue el principal motor de este crecimiento, destacando las actividades de salud humana y apoyo social, y de alojamiento y restauración. Además, destacó también la creación de empleo de mayor estabilidad, con un aumento de los contratos indefinidos superior a los demás tipos de contrato. La tasa de paro se mantuvo inalterada en el 4T (en el 5,8%) y situó la media anual en el 6,0% en 2025.

La inflación entra en 2026 por debajo del 2%. La tasa de variación interanual del IPC de enero se situó en el 1,9% (vs. 2,2% en diciembre) mientras la inflación subyacente retrocedió al 1,8% (vs. 2,1% en diciembre). La apreciación del euro frente al dólar y la estabilidad de los precios de la energía deberían contribuir a este proceso de desinflación gradual, aunque un nuevo tensionamiento de las relaciones comerciales y los riesgos geopolíticos se mantienen como riesgos al alza.

Las cuentas públicas y el turismo, con un buen cierre de año. La ejecución presupuestaria hasta diciembre reveló un superávit del 0,4% del PIB en contabilidad pública (frente al 0,1% en 2024), por encima de la estimación del Gobierno, del -0,3%. El aumento de los ingresos (+7,6%) se situó por encima del crecimiento del gasto (+6,9%). En particular, el gasto quedó casi 2.300 millones de euros por debajo de lo previsto, con especial destaque para la inversión pública (-1.750 millones de euros). Por su parte, el año turístico de 2025 marcó nuevos máximos en huéspedes, pernoctaciones e ingresos. El crecimiento en las métricas de huéspedes y pernoctaciones se sostuvo sobre todo en el turismo de residentes (4,7% y 5,4%, respectivamente) y fue más moderado en los no residentes.

Portugal: PIB

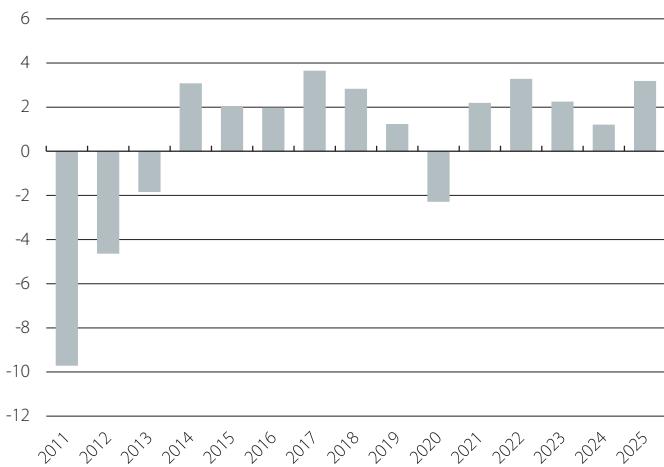
(%)



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

Portugal: población empleada

Variación anual (%)

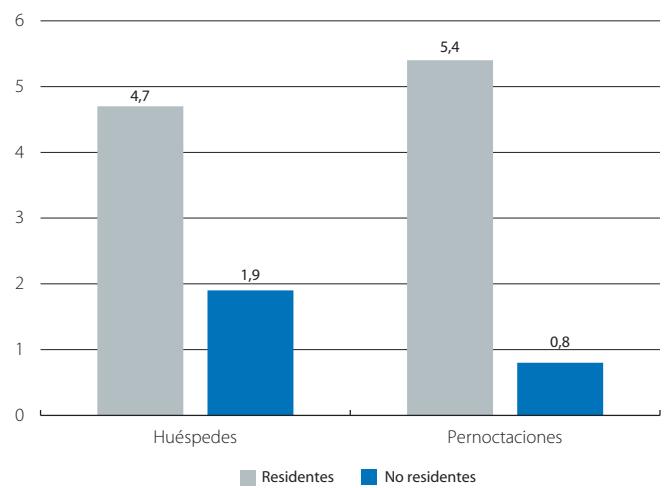


Nota: Datos no ajustados por estacionalidad.

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

Portugal: indicadores de turismo en 2025

Variación anual (%)



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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Índice coincidente de actividad	2,0	1,9	1,8	1,8	2,0	2,1	2,1	2,2	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,8	0,6	-2,3	1,2	2,8	0,8	0,3	2,3	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,2	-4,0	-5,1	-4,8	-3,4	-2,8	-2,6	-2,0	-1,4
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,5	...	39,8	19,4	55,0	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	14,5	...	25,0	15,5	3,8	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	8,5	17,4	15,8	17,4	18,2	18,4	18,4	19,1	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	4,6	4,0	2,6	1,9	2,1	1,9	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	5,6	10,1	12,5	6,6	12,9	8,4	7,8	6,6	4,7
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,3	4,8	4,5	4,8	5,4	4,6	6,5	3,1	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,8	3,4	3,7	3,4	3,1	3,1	3,1	3,2	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-15,5	-17,9	-16,2	-15,2	-15,2	-14,5	-14,7
Mercado de trabajo									
Población ocupada	1,2	3,2	2,4	2,9	3,7	3,7	3,7	3,6	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,4	6,0	6,6	5,9	5,8	5,8	5,7	5,6	...
PIB	2,1	1,9	1,7	1,8	2,4	1,9	-	-	-

Precios

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
General	2,4	2,3	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	2,2	1,9
Subyacente	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,1	2,0	2,1	1,8

Sector exterior

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	...	5,3	4,2	2,1	...	0,4	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	...	5,4	7,0	6,6	...	4,4	...	...
Saldo corriente	6,0	...	4,2	3,7	3,8	...	4,1	...	...
Bienes y servicios	6,5	...	5,2	4,5	4,4	...	4,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-0,6	...	-0,9	-0,9	-0,6	...	-0,6	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Depósitos¹									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	5,6	6,5	5,4	6,3	5,6	5,9	5,6	...
A la vista y ahorro	-0,3	8,2	5,0	5,1	8,6	8,2	7,9	8,2	...
A plazo y preaviso	15,3	3,2	7,8	5,8	4,3	3,2	4,1	3,2	...
Depósitos de AA. PP.	26,7	28,7	29,3	39,6	-0,5	28,7	16,9	28,7	...
TOTAL	7,9	6,1	7,1	6,4	6,1	6,1	6,2	6,1	...
Saldo vivo de crédito¹									
Sector privado	1,9	6,7	3,3	4,9	5,8	6,7	6,5	6,7	...
Empresas no financieras	-1,0	2,9	0,1	2,2	2,4	2,9	2,8	2,9	...
Hogares - viviendas	3,0	9,4	4,9	6,4	8,0	9,4	8,9	9,4	...
Hogares - otras finalidades	5,4	7,1	5,7	6,6	6,9	7,1	7,1	7,1	...
Administraciones públicas	0,6	6,4	-8,0	3,8	4,8	6,4	5,3	6,4	...
TOTAL	1,9	6,7	2,9	4,9	5,8	6,7	6,4	6,7	...
Tasa de morosidad (%)²	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.

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

Te recomendamos:

Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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



Informe Sectorial Turismo 1S 2026

El sector turístico español afronta 2026 con bases sólidas y perspectivas favorables, tras la normalización del crecimiento pospandemia. En 2025, España reafirmó su liderazgo internacional al recibir 97 millones de turistas extranjeros y alcanzar un gasto turístico récord de 135.000 millones de euros, consolidándose como la segunda potencia mundial del sector. El PIB turístico creció un 2,7% y se prevé que mantenga un avance anual sostenido en torno al 2,5%-2,7% en los próximos años.



Monitor de consumo

Ánalisis 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 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.



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



[Newsletter](#)



[CaixaBank](#)



[Podcast](#)

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

