

Economía internacional

La guerra en Irán amenaza la estabilidad energética y complica las perspectivas económicas. El ataque de EE. UU. a Irán ha aumentado significativamente la inestabilidad geopolítica y la incertidumbre económica. El impacto dependerá de la duración del conflicto y del alcance geográfico de las tensiones. La respuesta de Irán –que ha ampliado el radio del conflicto, cerrado *de facto* el flujo marítimo en Ormuz y amenazado infraestructuras críticas de países vecinos– está provocando una escalada de las tensiones a corto plazo. Está por ver durante cuántos días puede sostener esta respuesta y cuál es el enfoque del nuevo núcleo dirigente (y, en particular, del sucesor de Khamenei).

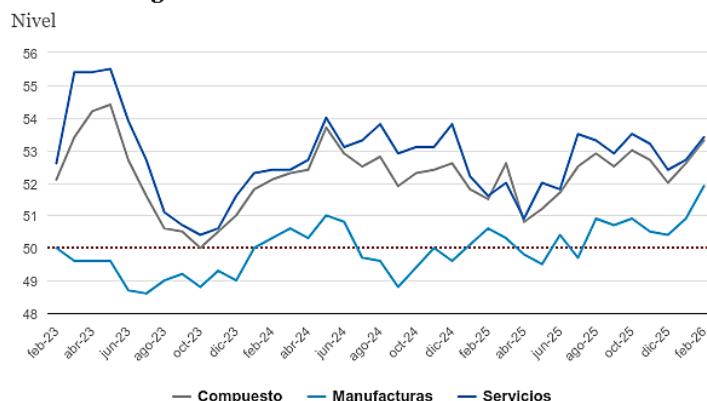
Irán es el cuarto mayor productor de crudo de la OPEP (con 3,3 millones barriles al día, mbd, y un 3,3% de la producción mundial). La OPEP ha anunciado aumentos de producción a partir de abril (+206 mbd), pero Irán tiene el control estratégico del estrecho de Ormuz, por donde pasan más del 20% de los flujos comerciales marítimos de energía mundial: un 25% del petróleo y un 20% del GNL. Además, el 80% del petróleo y del GNL que pasa por Ormuz se destina a Asia.

Si se mantiene la tensión de precios de la energía que recogen los futuros (una prima de riesgo a corto plazo, pero vuelta a cotizaciones preconflicto en unos 12 meses), el crecimiento en España se debilitaría entre 0,1 p. p. y 0,2 p. p. en 2026 y en la eurozona podría ser de entre 0,3 p. p. y 0,4 p. p. Sin embargo, gracias a las existencias de energía acumuladas (sobre todo en crudo) y a unas expectativas de inflación que, de momento, siguen ancladas, no habría cambios en el escenario monetario a medio plazo. De hecho, la inflación de la eurozona repuntaría, temporalmente, en torno a 0,4 p. p. en 2026, pero esto no alteraría la estrategia de un BCE que se siente cómodo con el *depo* en el 2,00%.

No obstante, un escenario de precios energéticos más elevados de manera más persistente amenazaría con disrupciones más significativas y efectos indirectos sobre la inflación que podrían presionar al alza las expectativas. En ese escenario, sería probable un tono más *hawkish* por parte de la Fed y el BCE, con subidas de tipos que se añadirían al lastre ejercido por las disrupciones de oferta sobre la actividad (véase la [Nota Breve](#)).

La actividad económica global se aceleraba antes del estallido del conflicto en Oriente Medio. El PMI manufacturero global subió en febrero 1,0 puntos hasta 51,9 (50 es el umbral que indica crecimientos positivos) máximo desde mediados de 2022. El dinamismo del sector manufacturero se concentró sobre todo en Asia, destacando países como la India y los ASEAN, con los países europeos avanzando, pero a un menor ritmo. Por otro lado, se observa una desaceleración en EE. UU. y un estancamiento en Canadá. Por su parte, en China los PMI sugieren una aceleración de la actividad tanto en manufacturas como, sobre todo, en servicios, donde se alcanzan máximos desde la reapertura pospandemia. En general, los PMI de febrero mostraban un inicio de año bastante sólido en actividad, pero habrá que esperar a ver cómo impactará la guerra con Irán.

Indicadores globales PMI



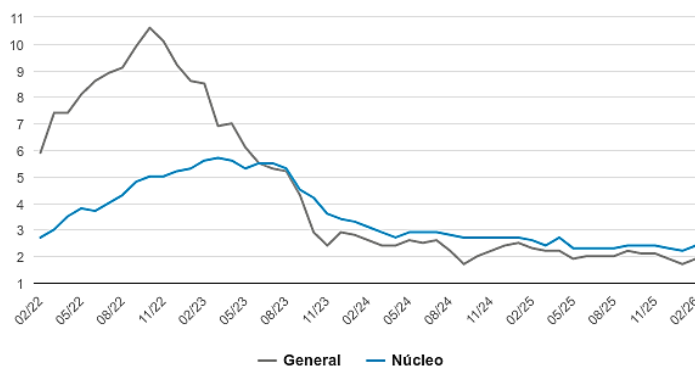
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

La inflación de la eurozona permanece en el objetivo, con la mirada puesta en el conflicto de Oriente Medio. La inflación general de la eurozona subió al 1,9% interanual en febrero (+0,2 p. p. respecto a enero), mientras que la núcleo repuntó al 2,4% (+0,2 p. p.), por encima de lo esperado en ambos casos. Detrás de este repunte se encuentra

el rebote de la inflación de bienes industriales no energéticos y de servicios. Estos datos no modificarían la actitud del BCE de «esperar y ver», pero hay que vigilar la evolución del conflicto con Irán y el encarecimiento mostrado por los precios de la energía en los últimos días. Los futuros de energía cotizan hoy unos precios bastante más elevados que hace un mes, que impulsarían la inflación a corto plazo algo por encima del objetivo del BCE, pero apuntan a un *shock* temporal, lo que no afectaría a unas expectativas de inflación ancladas en el 2% (véase la [Nota Breve](#)).

Eurozona: IPCA

Variación interanual (%)



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

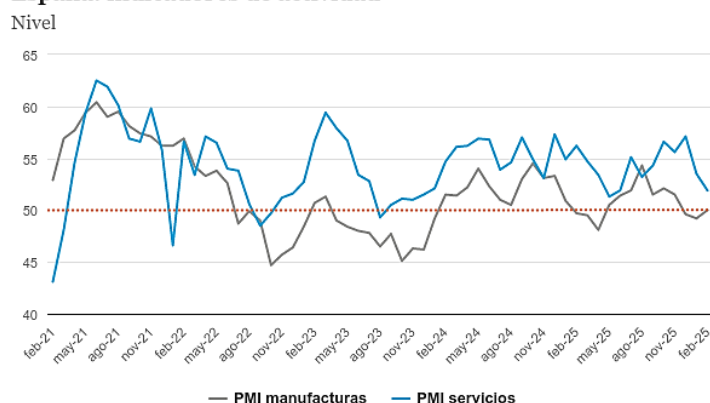
Inicio de año dinámico para la actividad norteamericana y con señales de mejora en el mercado de trabajo. Los datos de febrero apuntan a que la actividad en EE. UU. mantiene un tono sólido. El ISM manufacturero se mantuvo prácticamente estable en 52,4, en zona expansiva por segundo mes consecutivo. El repunte de los precios pagados mostraba cierta presión en costes, pero el resto de los componentes continúa alineado con una mejora gradual del sector. El ISM de servicios mostró un avance aún más marcado, repuntado de 53,8 a 56,1, máximo desde 2022. También fueron positivos los datos de empleo privado de la encuesta de ADP, que muestran un incremento de 63.000 puestos de trabajo en febrero, máximo desde julio. Quedamos ahora a la espera del informe oficial de empleo (BLS) que se publicará a cierre de esta publicación. Por último, los mensajes del *Beige Book* de la Fed ofrecieron un diagnóstico similar de la actividad en febrero, descrita como creciendo a un ritmo de ligero a moderado, con empleo estable y precios aún al alza, pero de forma más contenida.

Los emergentes cierran el año 2025 mostrando robustez, a pesar de unas dinámicas dispares. En Brasil, el PIB creció en el 4T un 0,1% intertrimestral y mantuvo el avance interanual en el 1,8%. Con este dato, el crecimiento medio en 2025 se situó en el 2,3%. En Turquía, el PIB mostró cierta ralentización en términos interanuales (3,4% vs. 3,8%) y situó el aumento de la economía en 2025 en un 3,6%. Por último, en la India el crecimiento interanual se frenó significativamente (7,8% vs. 8,4%), si bien de media en 2025 se mantuvieron ritmos superiores al 7,0%. De cara a 2026, las perspectivas de crecimiento para las tres economías siguen siendo robustas, aunque el encarecimiento de los precios de materias primas eleva el riesgo de que los bancos centrales opten por políticas monetarias más prudentes a lo largo de los próximos meses.

Economía española

Los indicadores de actividad muestran señales mixtas en febrero. El PMI manufacturero repuntó ligeramente, pasando de 49,2 a 50 puntos, con lo que se sitúa en el umbral que marca expansión (50 puntos) y apunta a una posible estabilización del sector industrial. En contraste, el PMI de servicios volvió a moderarse por segundo mes consecutivo hasta los 51,9 puntos, lo que refleja una desaceleración del crecimiento. Por su parte, la producción industrial cayó un 0,4% intermensual en enero, prolongando la debilidad de finales del pasado año. En términos interanuales, el avance fue mínimo (0,3%), con descensos en bienes de consumo e intermedios, compensados parcialmente por los aumentos en bienes de equipo y energía.

España: indicadores de actividad

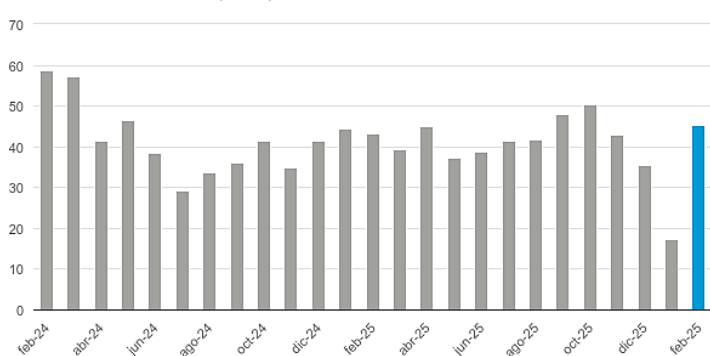


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

El mercado laboral retoma ritmos dinámicos de crecimiento tras un inicio de año débil. El crecimiento de los afiliados en febrero se situó en 97.000, un valor similar al promedio de los febreros del periodo 2023-2025. El aumento en términos desestacionalizados de 45.000 afiliados también se sitúa en niveles parecidos a los del 4T. En los dos primeros meses del año, el ritmo medio de creación de empleo, en términos desestacionalizados, se ha situado alrededor de los 31.000 afiliados mensuales. Si esta dinámica se mantuviera a lo largo del año, las nuevas altas en 2026 alcanzarían aproximadamente las 375.000, un registro ligeramente inferior al previsto en nuestro escenario central. Por otro lado, el paro registrado aumentó cuando lo habitual este mes es que se reduzca ligeramente (véase la [Nota Breve](#)).

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles)



Nota: *Serie desestacionalizada.

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

El turismo internacional arranca el año con un crecimiento sólido. En enero, las llegadas y el gasto turístico internacional avanzaron un 1,2% y un 9,3% interanual, respectivamente. El dato de llegadas se sitúa por debajo del avance del 6,1% registrado en enero de 2025, mientras que el gasto turístico crece en línea con el 9,1% anotado entonces. Prevemos que el crecimiento del PIB turístico se ralentice ligeramente, del 2,7% en 2025 al 2,1% en 2026.

Persisten las tensiones en los precios de la vivienda. El índice de precios de transacción de la vivienda del INE aumentó un 1,8% intertrimestral en el 4T 2025, la tasa más moderada del año, mientras que el crecimiento interanual repuntó ligeramente, 1 décima, hasta el 12,9%. De este modo, en el conjunto de 2025 los precios se incrementaron un 12,7%, acelerándose con fuerza respecto al 8,4% registrado el año anterior. La revalorización fue más intensa en la vivienda usada (12,9%) que en la vivienda nueva (11,3%). Por comunidades autónomas, todas presentan tasas interanuales de dos dígitos en el 4T 2025, aunque no en todos los casos se observa una aceleración: Canarias, Murcia y Cataluña registraron un crecimiento inferior al del trimestre previo; por el contrario, las mayores aceleraciones se concentraron en mercados residenciales tradicionalmente más modestos, como Castilla-La Mancha, Cantabria y Extremadura, entre otros.

El nuevo crédito a hogares y empresas modera el ritmo de crecimiento en enero, tras un 2025 excepcionalmente dinámico. En hogares, el volumen concedido se sitúa cerca de los 10.600 millones de euros, con un aumento del 6,1% interanual, impulsado por la buena evolución del crédito para vivienda (+4,3%) y del destinado al consumo (+10,0%). En empresas, la nueva financiación (sin renegociaciones) supera los 33.900 millones, tras crecer un 12,6% interanual, apoyada en los préstamos de mayor tamaño.

Mercados financieros

El conflicto en Oriente Medio dicta el comportamiento de los mercados financieros. El ataque de EE. UU. e Israel a Irán ha dado pie a ajustes significativos en los activos de riesgo desde comienzos de semana, favoreciendo a aquellos considerados como «refugio» y disparando la cotización de la energía. De hecho, el precio del crudo ha subido en la semana casi un 20% y el barril de Brent se instala por encima de 84 dólares, máximo desde agosto de 2024. El gas natural TTF, por su parte, sube en la semana casi un 60%, hasta el entorno de los 50 euros por MWh, marcando máximos desde febrero de 2024. Los futuros para el crudo y el gas, además, descuentan hoy precios un 10% y un 45% más elevados para el conjunto de 2026 de lo cotizado antes del conflicto, lo que hace temer repuntes de la inflación a corto plazo. Estos mayores temores acerca de la inflación han condicionado el repunte de las TIR de la deuda soberana en todos los plazos, tanto en las curvas europeas como en la estadounidense, y han inclinado los mercados de futuros hacia un tono más restrictivo, elevando la probabilidad de una nueva subida del BCE y reduciendo la de que la Fed pueda ejecutar dos recortes. Además, la subida de los precios de la energía, por el impacto negativo que puede tener en el crecimiento de la eurozona, está castigando la cotización del euro, que pierde en la semana casi un 1,5% de su valor con el dólar hasta cruces en torno a 1,16 dólares/euro, mínimos desde finales de 2025; mientras que con la libra pierde un 0,8%, hasta cruces de 0,87 libras esterlinas/euro. Las bolsas han mostrado una semana de elevada volatilidad con un balance en la semana claramente negativo y peor desempeño relativo en la eurozona y Asia frente a EE. UU.

El sentimiento del BCE bascula alrededor del 2%. El BCE mantiene una política monetaria neutral (tipo *depo* en el 2,00%) desde junio de 2025, apoyado en una inflación anclada en el 2% a medio plazo, pero con un mapa de riesgos exigente y que favorece una toma de decisiones «reunión a reunión» y sin «hipercalibrar» la política monetaria a cada pequeña variación en los datos. En este contexto, las actas de la última reunión del BCE (5 de febrero) mostraron un tono algo más *dovish* al resaltar la preocupación por la posibilidad de que la inflación termine asentándose por debajo del objetivo. Los mercados, que hace unas semanas compartían este sesgo *dovish*, han cambiado el tono a raíz del recrudecimiento del conflicto en Oriente Medio y el notable estrés que sufren los precios energéticos desde el pasado fin de semana. Así, las últimas cotizaciones de mercados mantenían la previsión central de un tipo de interés *depo* estable en el 2,00% a lo largo de 2026, pero redirigían el balance de riesgos hacia el lado *hawkish*, con los mercados monetarios dando una probabilidad cercana al 50% a que el *depo* pueda subir al 2,25% hacia finales de año. En este sentido, en una entrevista reciente, el economista jefe del BCE, Philip Lane, destacaba que el conflicto en Oriente Medio es uno de los principales riesgos que están monitorizando. La lectura de Lane es que el conflicto pone presión al alza sobre la inflación y debilita la actividad económica en la eurozona, si bien también remarcó que la magnitud de estos efectos (y, por lo tanto, sus implicaciones) dependerá de la profundidad y persistencia del conflicto.

		5-3-26	27-2-26	Var. semanal	Acumulado 2026	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,05	2,01	3	2	-47
	EE. UU. (SOFR)	3,67	3,67	+0	2	-62
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,32	2,22	+9	7	-13
	EE. UU. (SOFR)	3,51	3,47	+4	9	-49
Tipos 2 años	Alemania	2,24	2,00	+24	12	-1
	EE. UU.	3,58	3,37	+21	11	-38
Tipos 10 años	Alemania	2,84	2,64	20	-2	1
	EE. UU.	4,14	3,94	20	-3	-14
	España	3,30	3,06	24	1	-15
	Portugal	3,23	3,00	23	8	-12
Prima de riesgo (10 años)	España	46	42	4	3	-16
	Portugal	39	36	3	9	-13
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		6.831	6.879	-0,7%	-0,2%	19,0%
Euro Stoxx 50		5.783	6.138	-5,8%	-0,1%	4,8%
IBEX 35		17.245	18.361	-6,1%	-0,6%	30,3%
PSI 20		8.932	9.276	-3,7%	8,1%	33,5%
MSCI emergentes		1.504	1.611	-6,7%	7,1%	32,9%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,161	1,181	-1,7%	-1,2%	7,6%
EUR/GBP	libras por euro	0,869	0,876	-0,8%	-0,3%	3,8%
USD/CNY	yuanes por dólar	6,911	6,862	0,7%	-1,1%	-4,6%
USD/MXN	pesos por dólar	17,722	17,227	2,9%	-1,6%	-12,7%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		126,8	121,7	4,2%	15,6%	21,4%
Brent a un mes	\$/barril	85,4	72,5	17,8%	40,4%	23,0%
Gas n. a un mes	€/MWh	50,7	32,0	58,7%	80,1%	32,7%

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

Datos previstos del 9 al 15 de marzo de 2026

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato	
9		Alemania	Producción industrial (interanual)	Enero	-	-0,6%
		China	IPC	Febrero	-	0,2%
11		España	Ventas minoristas (interanual)	Enero	-	2,9%
		España	Ventas, empleo y salarios GE	Enero	-	-
		España	Precios vivienda del M. de Fomento	4T	-	-
12		Alemania	IPC (interanual)	Febrero	-	1,9%
		EE. UU.	IPC (interanual)	Febrero	2,4%	2,4%
		Eurozona	Observatorio del BCE	Marzo	-	-
		EE. UU.	Observatorio del FOMC	Marzo	-	-
13		España	IPC (interanual)	Febrero	-	2,3%
		Eurozona	Producción industrial (interanual)	Enero	-	1,2%
		Italia	Producción industrial (interanual)	Enero	-	3,2%
		Francia	IPC (interanual)	Febrero	-	1,0%
		EE. UU.	JOLTS	Enero	-	-

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