

El entorno macrofinanciero detrás del escenario económico

Las perspectivas económicas para los próximos trimestres se apoyan en una evolución determinada de las condiciones financieras.¹ El entorno está sustentado en una política monetaria estable y neutral, que ni estimula ni enfría la economía, y un dólar que mantiene la relativa debilidad de 2025. Además, los precios energéticos cuentan con un colchón de exceso de oferta y acumulación de existencias heredado de 2025 que atenúa las presiones de la geopolítica. Sin embargo, el mapa de riesgos es exigente y, además de la prevalencia de disrupciones geopolíticas, los mercados financieros han mostrado sensibilidad a las promesas, las dudas y las transformaciones de la inteligencia artificial (IA) y a la sostenibilidad de la deuda pública. El recrudecimiento del conflicto en Oriente Próximo, con los ataques entre EE. UU., Israel e Irán, acentúa la incertidumbre y los riesgos bajistas, como discutimos al final de este artículo.

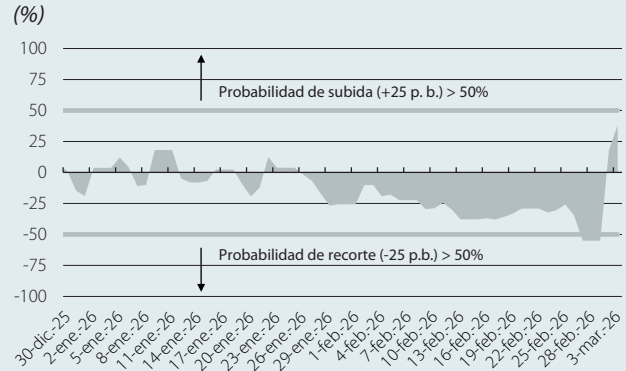
Política monetaria y tipos de interés

La política monetaria del BCE y la Fed es una de las anclas del escenario. La eurozona cuenta con la inflación en el objetivo y un balance de riesgos multidireccional –desde disrupciones de oferta (cadenas de suministro globales, eventos meteorológicos extremos, precios de la energía) hasta tensiones comerciales y el redireccionamiento exportador de China hacia la UE–. Así, el BCE ha optado por guardarse la pólvora y reevaluar con frecuencia el escenario, manteniendo una política estable mientras los riesgos no decanten la economía hacia un lado o el otro. Nuestras previsiones descansan en un tipo *depo* en el 2,00% en los próximos trimestres, lo mismo que cotizaban los mercados financieros hasta que el recrudecimiento del conflicto en Irán hizo virar el sentimiento (véase el primer gráfico).

En EE. UU., la narrativa es distinta, pero el resultado relativamente parecido: el enfriamiento gradual del mercado laboral y la moderación de la inflación al cierre de 2025 ofrecen margen para algún recorte adicional, aunque la robustez del crecimiento sugiere que la Fed está cerca del final del ciclo de bajadas. Nuestro escenario prevé dos recortes más, llevando el *fed funds* al intervalo 3,00%-3,25%, un nivel coherente con unas condiciones monetarias más neutras y al que también apuntan las expectativas de los mercados (véase el segundo gráfico).

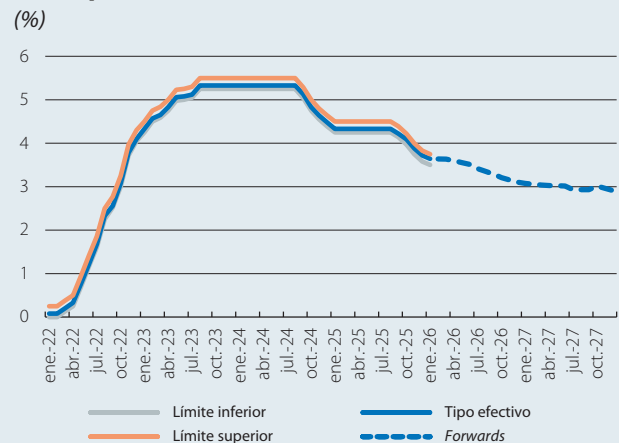
En paralelo, 2026 también será un año relevante en el plano institucional. El mandato de Jerome Powell como presidente de la Fed vence en mayo y su relevo se ha visto empañado por las presiones de la Administración Trump

BCE: probabilidad cotizada para 2026 de incremento (+) o disminución (-) del tipo depo respecto al 2,0%



Nota: Probabilidad inferida a partir de los forwards del tipo ESTR para diciembre de 2026.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Fed: tipo de interés de referencia



Nota: Forwards sobre la curva de futuros del fed funds a 03/03/2026.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

en favor de tipos de interés bajos.² El sucesor designado, Kevin Warsh, presenta un perfil sólido (fue gobernador de la Fed en 2006-2011) pero con un historial errático en sus preferencias de política monetaria. Además, la gobernadora Lisa Cook está pendiente del dictamen del Tribunal Supremo sobre su intento de despido por la Administración. En un plano muy distinto, el relevo a la presidencia del BCE está previsto para 2027, mientras que en 2026 el fin de mandato más relevante es el del vicepresidente Luis de Guindos (vence en mayo) y su testigo lo recogerá el actual gobernador del banco central de Croacia, Boris Vujčić.

2. Parte de los temores se mitigaron cuando, en diciembre, la Fed aprobó la renovación de 11 de los 12 presidentes de las Reservas Federales regionales (la excepción, en la Fed de Atlanta, refleja la jubilación del actual presidente).

1. Véanse los Focus «Qué esperar de la economía internacional en 2026» y «La economía española en 2026» en este mismo informe.

Por otro lado, en la eurozona cabe destacar los mínimos de las primas de riesgo soberanas, en niveles no vistos en casi 20 años (con la excepción de Francia; véase el tercer gráfico). Esta moderación ha ido de la mano de una mejora de los fundamentos macroeconómicos, lo que favorece la continuidad de un sentimiento inversor comparativamente favorable para la periferia.³

Tipo de cambio y materias primas

El estrechamiento de diferenciales de tipos de interés entre la eurozona y EE. UU., la expectativa de cierta reinvigorización del crecimiento europeo y la percepción de un mejor sentimiento hacia Europa favorecen la continuidad de un tipo de cambio euro/dólar algo más fuerte que en el promedio 2022-2024,⁴ tal y como apuntan los mercados.

Las perspectivas para los precios energéticos están más rodeadas de incertidumbre desde el recrudecimiento del conflicto entre Irán, Israel y EE. UU. (véase el quinto gráfico). De fondo, los mercados del gas y del petróleo contaban con fuerzas de contención por una abundancia de oferta que, además, en los últimos trimestres, ha conllevado la acumulación de un colchón de existencias que ayuda a atenuar el impacto de los shocks geopolíticos.

Riesgos

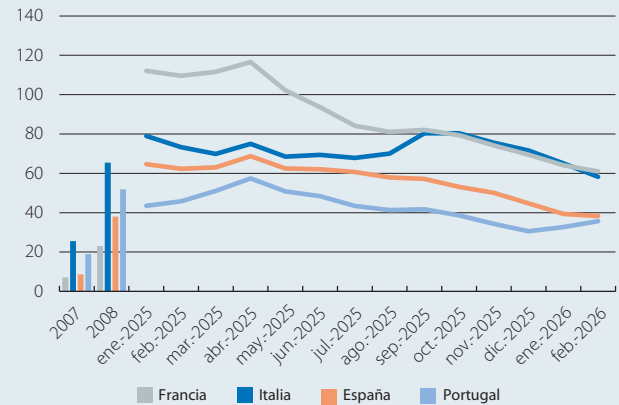
Este entorno dibuja unas condiciones financieras con una estabilidad que no debería ser desfavorable para el desempeño económico. Pero la percepción del riesgo continúa manifestándose episódicamente en los mercados. Los conflictos geopolíticos siguen en primera línea como fuente de disrupciones de oferta. A principios de marzo, el petróleo y el gas sufrieron un fuerte estrés tras los ataques entre Irán y EE. UU. e Israel, con unos futuros para el conjunto de 2026 de 2026 notablemente superiores a lo cotizado a mediados de febrero. Y con dos rasgos adicionales: (i) los precios futuros recogían una distensión a lo largo de los siguientes trimestres, y (ii) fluctuaban con mucha volatilidad (en petróleo, los futuros para el conjunto de 2026 bailaban entre subidas del 10% y del 25%, y entre el 30% y 70% para el gas). De mantenerse la senda recogida en estos futuros, el escenario para la actividad internacional perdería algo de impulso, pero, con el apoyo de las existencias energéticas acumuladas a nivel global y unas expectativas de inflación ancladas,

3. Véase el Focus «Primas de riesgo y macroeconomía: una relación robusta y transversal» en el IM02/2026.

4. Un indicio del sentimiento es la brecha abierta entre la depreciación del dólar frente al euro y lo predicho por los diferenciales de tipos de interés. La depreciación es más significativa si se considera que, según la predicción convencional, el dólar debería haberse apreciado en respuesta a un incremento de los aranceles (véase el cuarto gráfico y Ostry et al. (2025), «Trading blows: The exchange-rate response to tariffs and retaliations», Banco de Inglaterra, Staff Working Paper.

Primas de riesgo soberanas

(p. b.)

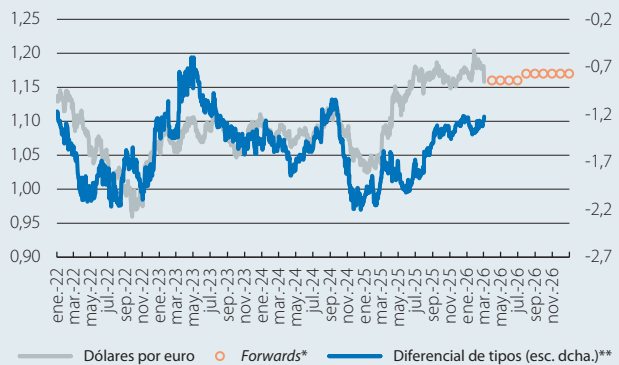


Nota: Diferencial entre el tipo de interés a 10 años de cada país y su homólogo alemán. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU. y eurozona: tipo de cambio y diferencial de tipos

(Dólares por euro)

(p. p.)

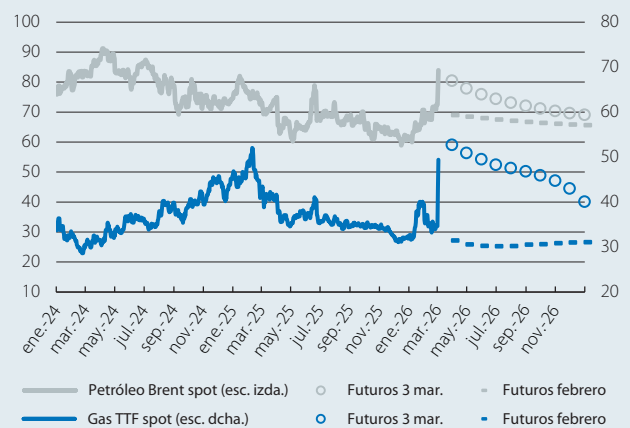


Notas: * Forwards a 03/03/2026. ** Diferencia entre el tipo de interés del swap OIS a 2 años para la eurozona y EE. UU. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Petróleo y gas: precio

(Dólares por barril)

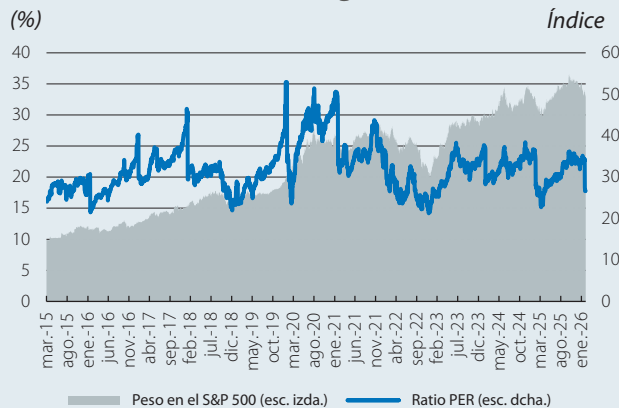
(Euros por MWh)



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

no sufriría un cambio profundo ni necesariamente alteraría de forma sustancial las estrategias de una política monetaria que, en general, parte de niveles neutrales o algo restrictivos. Un escenario de precios energéticos más elevados de manera persistente amenazaría con disrupciones más significativas, tensiones más profundas en los mercados financieros y efectos indirectos sobre la inflación, y podría espolear un giro *hawkish* más relevante en la política monetaria. Por otro lado, en el mapa de riesgos no hay que olvidar la vigilancia sobre dinámicas de deuda pública en varias economías avanzadas (Reino Unido, Francia, Japón e incluso EE. UU. han vivido algunas turbulencias en sus tipos de interés de largo plazo) ni los riesgos financieros alrededor de la IA, tanto por su capacidad de cumplir expectativas como de disrupción estructuras económicas establecidas, en un contexto de valoraciones altas y elevada concentración bursátil (véase el último gráfico).

Bolsa estadounidense: Magníficas 7



Notas: Las Magníficas 7 son Apple, Amazon, Google, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla. La ratio PER representa la ratio entre la capitalización bursátil y los beneficios de los últimos 12 meses.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.