

IM03

INFORME MENSUAL

NÚMERO 509 | MARZO 2026



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

El entorno macrofinanciero detrás del escenario económico

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Qué esperar de la economía internacional en 2026

10 preguntas sobre el dictamen arancelario del Tribunal Supremo de EE. UU.

Japón, al alba de un nuevo ciclo: tensiones fiscales y normalización monetaria en el país del sol naciente

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española en 2026

El sector exterior español sorprendió positivamente en 2025

Las exportaciones españolas frente a los desafíos para su competitividad



CaixaBank
Research

INFORME MENSUAL**Marzo 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:

9 de marzo de 2026

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

9 *El entorno macrofinanciero detrás del escenario económico*

13 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *Qué esperar de la economía internacional en 2026*

Rita Sánchez Soliva

17 *10 preguntas sobre el dictamen arancelario del Tribunal Supremo de EE. UU.*

David Martínez Turégano

18 *Japón, al alba de un nuevo ciclo: tensiones fiscales y normalización monetaria en el país del sol naciente*

Luís Pinheiro de Matos y Manuel Carrera Moreno

22 ECONOMÍA ESPAÑOLA

24 *La economía española en 2026*

Oriol Carreras Baquer

26 *El sector exterior español sorprendió positivamente en 2025*

Sergio Díaz Valverde

28 *Las exportaciones españolas frente a los desafíos para su competitividad*

Catalina Becu

31 ECONOMÍA PORTUGUESA

Geopolítica y aranceles: una nueva vuelta de tuerca para la resiliencia económica

Después de un mes de enero con emociones diversas (Venezuela, Groenlandia, etc.), el primer trimestre del año va a cerrar con nuevos cambios en el escenario arancelario, tras la decisión del Tribunal Supremo de EE. UU. de invalidar la vía legal utilizada por la Administración Trump para rediseñar buena parte del marco tarifario y, sobre todo, con la intensificación de las tensiones en Oriente Próximo con el inicio del conflicto bélico en Irán. Una nueva vuelta de tuerca en el escenario geopolítico que volverá a poner a prueba la resiliencia mostrada por el ciclo de actividad en los últimos años, al afrontar, a corto plazo, un aumento de los precios energéticos y de la incertidumbre.

Teniendo en cuenta la importancia del país persa como productor de petróleo (3,3 millones de barriles al día) y su capacidad tanto de limitar el tráfico marítimo a través del estrecho de Ormuz, por donde transita el 20% del transporte marítimo de petróleo y gas, como de dañar la infraestructura energética regional, las respuestas inmediatas de los mercados han reflejado la preocupación de los inversores por los efectos económicos y financieros de un nuevo «*shock* de oferta». Las subidas de los precios del petróleo en la primera semana de hostilidades y, especialmente, del gas natural, ponen de manifiesto la sensibilidad y la capacidad disruptiva del canal energético, pese a la holgura existente en el mercado antes del inicio del conflicto. Una segunda derivada es la interacción del *shock* energético con el canal comercial, pues el obligado desvío de las rutas marítimas por el cabo de Buena Esperanza y el aumento del precio de los seguros (12 veces más en el caso de petroleros que cruzan Ormuz) redundarán en un incremento de los costes de transporte y nuevas distorsiones en las cadenas de valor, ya tocadas por el ruido arancelario y la fragmentación del comercio. En una coyuntura en la que el aumento generalizado de la incertidumbre se puede trasladar al canal financiero, máxime teniendo en cuenta la presencia de valoraciones ajustadas en determinados segmentos del mercado y la rotación que se estaba produciendo en los valores relacionados con la IA.

En este desafiante contexto, cuatro son las claves a corto plazo: (i) duración del conflicto y, por tanto, de las tensiones en el mercado energético, (ii) estrategia del nuevo núcleo dirigente iraní y posibilidad de que EE. UU. impulse una solución parecida a la de Venezuela (con las elecciones al Congreso americano a la vuelta de la esquina), (iii) capacidad de Irán de dañar estructuralmente la infraestructura energética de la región, mantener las interrupciones en Ormuz (*tanker war*) y extender el conflicto teniendo en cuenta la delicada situación económica del país, y (iv) respuestas de las autoridades monetarias para aislar el canal financiero ante un potencial aumento de la incertidumbre y de las expectativas de inflación.

La variable tiempo es la clave, pues delimitará la frontera entre un *shock* de oferta controlado frente a un escenario de estanflación global. Los futuros cotizados en la semana posterior al inicio de los ataques aéreos para el petróleo y el gas natural anticipaban un choque moderado de oferta. Con este cambio en las hipótesis de partida, el escenario de crecimiento para la eurozona y España podría ser alguna décima inferior a lo estimado anteriormente, mientras que la inflación experimentaría un repunte temporal de algunas décimas que no alteraría en demasía la estrategia del BCE. Por tanto, una incidencia asumible por el ciclo de actividad, teniendo en cuenta la resiliencia mostrada en los últimos años y la reducción estructural de la intensidad energética en la producción. A partir de aquí, la situación se complicaría en un escenario de persistencia de precios más elevados (petróleo por encima de 100 dólares durante varios meses), con riesgos de presiones al alza sobre las expectativas de inflación. En este contexto, veríamos subidas de tipos de interés que, unidas a los efectos negativos en renta, nos llevarían a una situación próxima a la estanflación, con distorsiones en los flujos de capital, aumentos de las primas de riesgo y endurecimiento generalizado de las condiciones financieras.

Por tanto, por enésima vez en los últimos años, se pone de manifiesto la fragilidad de los escenarios económicos y financieros ante las sacudidas del riesgo geopolítico. Una realidad con la que deberemos convivir a partir de ahora. Reflejo de un mundo neowestfaliano, con creciente rivalidad entre grandes potencias, proteccionismo, división en bloques hegemónicos y escasa articulación multilateral. Las recomendaciones para mitigar los daños en este marco complejo no van mucho más allá de lo que dicta el sentido común: fortalecer los balances, diversificar carteras, aumentar flexibilidad y grados de libertad en la gestión, crear cortafuegos con capacidad de absorber pérdidas y no sobrereaccionar en medio del ruido de la actualidad diaria. Más fácil decirlo que hacerlo.

José Ramón Díez
Marzo 2026

Cronología

FEBRERO 2026 20 El Tribunal Supremo de EE. UU. invalida los aranceles anunciados bajo la IEEPA. 28 EE. UU. e Israel lanzan un ataque coordinado contra Irán en el que muere Ali Khamenei.
--

Agenda

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

La economía española ante el estallido de la guerra en Oriente Próximo

El estallido de la guerra en Oriente Próximo ha vuelto a disparar la incertidumbre global. Como ha sucedido de forma recurrente en los últimos años, nos encontramos de nuevo en un contexto en el que resulta muy difícil realizar previsiones fiables. Ocurrió durante la pandemia, también tras la invasión rusa de Ucrania y, más recientemente, cuando Donald Trump inició la batalla arancelaria. Aunque la naturaleza de cada *shock* y los canales de transmisión han sido distintos, la sensación de caminar hacia un futuro incierto se repite. Una vez más, toca reevaluar la posición de la economía española y analizar sus fortalezas y vulnerabilidades frente a los canales por los que podría propagarse este nuevo *shock*.

El punto de partida de la economía española es relativamente positivo. El año 2025 se cerró con un crecimiento dinámico, superior a lo previsto y al registrado por la mayoría de las economías avanzadas. En los primeros compases de 2026, los indicadores de actividad han mostrado cierto debilitamiento, en parte debido al mal tiempo que ha azotado varias comunidades autónomas. Aun así, la actividad mantiene un pulso globalmente sólido y dispone de bazas suficientes para continuar creciendo. El escenario de previsiones de CaixaBank Research apunta a un avance del 2,4% este año. Sin embargo, el estallido de la guerra ha incrementado de forma significativa los riesgos a la baja. La posible desviación respecto a la cifra prevista dependerá de la duración e intensidad del conflicto, su alcance geográfico y el eventual daño estructural a las infraestructuras energéticas de los países del golfo. En función de estos factores, el repunte de los precios energéticos será más o menos intenso y duradero, y los flujos comerciales, las condiciones financieras y la confianza se verán afectadas en mayor o menor medida.

En este sentido, conviene recordar que el peso de las importaciones energéticas que llegan a España a través del estrecho de Ormuz es relativamente bajo: alrededor del 5% en el caso del petróleo y algo menos del 2% en el del gas. El aumento de la producción de energía renovable y la diversificación de las importaciones se han convertido en activos valiosos en situaciones de tensión como la actual. Aunque la economía española no debería enfrentar problemas de suministro, sí se verá afectada por el encarecimiento energético. Como referencia, un aumento de 10 euros en el precio del petróleo suele restar alrededor de 0,15 p. p. al crecimiento del PIB; en el caso del gas, la sensibilidad es algo menor,

cercana a 0,10 p. p. Teniendo en cuenta el incremento registrado hasta la fecha y la duración del repunte que anticipan los mercados a 9 de marzo, el crecimiento de la economía española aún podría situarse cerca del 2,0%. No obstante, el impacto sectorial sería muy heterogéneo: la industria, más intensiva en energía, sería la más perjudicada; en cambio, en el turismo, la percepción como destino seguro podría compensar el efecto del *shock* sobre la demanda. En cuanto a la inflación, la moderación prevista hasta el 2,4% en el conjunto del año podría no materializarse y mantenerse en niveles similares a los de 2025, cercanos al 3%.

La coyuntura también invita a reevaluar la posición macrofinanciera de la economía española. Si finalmente se intensifican las presiones inflacionistas, el BCE se verá obligado a elevar los tipos de interés, y las condiciones financieras globales se endurecerán si la incertidumbre y la aversión al riesgo se mantienen en niveles elevados. En este sentido, cabe remarcar que España afronta el escenario desde una posición más sólida que hace unos años. La deuda privada, tanto de los hogares como de las empresas, lleva años reduciéndose y se sitúa claramente por debajo del promedio de la eurozona. La deuda externa neta también ha disminuido de manera sostenida y pronunciada durante más de una década, lo que reduce la vulnerabilidad frente a cambios en el sentimiento de los inversores internacionales. La deuda pública, por su parte, también ha iniciado una senda descendente, aunque su reducción es más gradual –apenas 1 p. p. en el último año– y continúa en niveles elevados, alrededor del 100% del PIB. Aun así, su evolución ha sido más positiva que la de otras economías avanzadas y ha contribuido a mantener una prima de riesgo relativamente baja.

El último canal a través del cual podría verse afectada la economía española es la confianza. Si hogares y empresas, preocupados por el contexto geopolítico, sobre-reaccionan y reducen su consumo e inversión por motivos de precaución, el impacto del *shock* sería significativo. No debería ser el caso. La economía española ha iniciado el año con buen pie, mantiene una exposición comercial relativamente reducida a los países de Oriente Próximo y se encuentra en una posición macrofinanciera razonablemente sólida. Con todo, por el bien de todos –y especialmente de los hombres y mujeres de Oriente Próximo–, esperemos que la guerra termine cuanto antes.

Oriol Aspachs

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,00	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,10	3,07
SOFR 12 meses	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,10	2,78
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,50	3,75
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,50	4,60
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,15	2,15
€STR	–	–0,54	0,52	3,06	1,93	1,94	1,97
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,00	2,03
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,04	2,06
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,12	2,11
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,23	2,18
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,04	2,00
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	2,95	2,90
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	2,57	2,60
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	2,88	2,92
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,45	3,50
Prima de riesgo	11	164	90	68	45	50	60
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,17	2,17
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,62	2,64
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,40	3,45
Prima de riesgo	19	314	81	46	31	45	55
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,20	1,20
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,87	0,90	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	66,0	64,8
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	55,0	54,0

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
CRECIMIENTO DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,8	3,3	3,3	3,3	3,2
Países desarrollados	2,7	1,5	1,7	1,8	1,7	1,9	1,7
Estados Unidos	2,7	1,8	2,4	2,8	2,2	2,6	2,0
Eurozona	2,3	0,9	1,1	0,8	1,5	1,3	1,5
Alemania	1,6	1,3	0,2	-0,5	0,3	1,0	1,4
Francia	2,3	1,0	0,9	1,1	0,9	1,0	1,2
Italia	1,5	-0,3	1,5	0,5	0,7	0,8	1,1
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	2,1	1,9
España	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,4	2,0
Japón	1,4	0,4	0,1	-0,2	1,1	0,8	0,6
Reino Unido	2,8	1,3	1,0	1,1	1,3	0,7	1,4
Países emergentes y en desarrollo	6,3	4,9	3,5	4,3	4,4	4,2	4,1
China	10,6	8,0	4,9	5,0	5,0	4,5	4,0
India	7,2	6,7	4,6	7,3	7,5	6,6	6,4
Brasil	3,6	1,6	1,9	3,4	2,0	1,8	1,8
México	2,3	1,5	1,1	1,4	0,6	1,3	1,8
Rusia	-	1,4	1,5	4,3	0,9	1,1	1,1
Turquía	5,5	4,5	6,4	3,3	3,2	3,4	3,4
Polonia	4,1	3,7	2,6	3,0	3,6	3,5	3,2
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	5,8	5,7	4,1	3,9	3,5
Países desarrollados	2,1	1,6	3,9	2,6	2,5	2,2	2,1
Estados Unidos	2,7	1,8	4,5	2,9	2,6	2,6	2,2
Eurozona	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	1,9	2,0
Alemania	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	2,0	2,1
Francia	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	1,3	1,7
Italia	-0,1	1,4	4,1	1,1	1,6	1,5	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,1	2,0
España	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	2,4	2,2
Japón	-0,3	0,4	1,4	2,7	3,2	2,0	2,0
Reino Unido	1,6	2,3	5,0	2,5	3,4	2,5	2,1
Países emergentes y en desarrollo	6,9	5,5	7,1	7,7	5,1	5,1	4,4
China	1,7	2,6	1,4	0,2	0,1	1,0	1,5
India	4,6	7,3	6,0	5,0	2,2	4,1	4,0
Brasil	7,3	5,7	6,4	4,4	5,0	4,2	3,8
México	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	3,9	3,8
Rusia	14,3	7,9	7,5	8,5	8,7	6,0	4,5
Turquía	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	26,1	19,9
Polonia	3,5	1,9	8,2	3,7	3,4	2,6	2,6

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 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,4	3,0	3,4	3,0	2,1
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	3,1	2,9	1,8	1,4	1,8
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	1,0	3,6	6,3	5,2	2,5
Bienes de equipo	4,9	0,2	-1,4	1,9	9,0	4,4	2,5
Construcción	5,7	-2,6	0,4	4,0	5,2	5,6	2,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,9	3,2	3,5	3,0	2,0
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,4	3,2	3,4	2,1	2,1
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	1,9	2,9	6,3	4,1	2,4
Producto interior bruto	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,4	2,0
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,5	2,0	2,8	3,1	2,5	1,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	13,9	11,3	10,5	9,8	9,2
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	2,4	2,2
Costes laborales unitarios	3,1	0,6	4,1	3,3	4,2	3,6	2,7
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	1,2	3,2	2,9	2,7	2,9
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	0,2	2,0	4,2	3,4	3,6	3,9
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-6,1	-3,2	-2,5	-2,1	-2,1

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

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,8	0,5	1,5	3,0	3,5	2,6	2,1
Consumo de las AA. PP.	2,2	-0,3	1,9	1,5	1,7	1,6	1,0
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	3,7	3,8	3,5	5,2	2,2
Bienes de equipo	3,4	2,7	6,3	8,4	-1,3	-	-
Construcción	-1,4	-2,4	3,1	3,0	5,5	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	2,0	2,9	3,7	2,8	2,0
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	3,8	3,1	0,4	2,2	4,1
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	3,6	4,8	4,2	3,5	3,9
Producto interior bruto	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	2,1	1,9
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,4	1,4	1,2	3,2	1,9	1,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,4	6,0	5,9	5,9
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,1	2,0
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,9	-0,4	2,1	1,2	1,1	1,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,6	3,3	2,0	3,8	2,1
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-1,9	0,5	0,4	-0,6	-0,5

Previsiones

Los mercados financieros, al son de la geopolítica y la IA

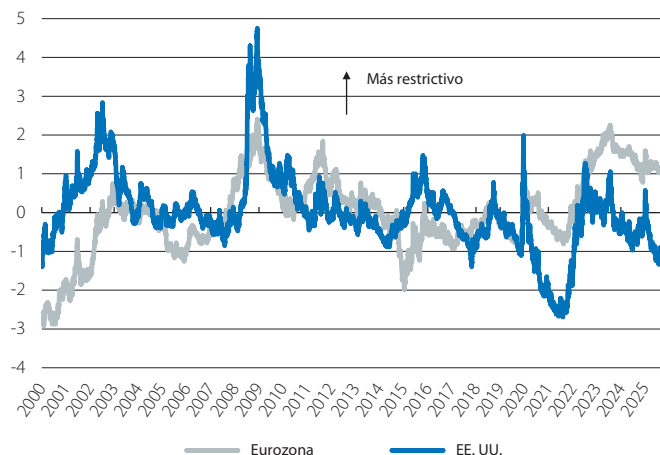
Las condiciones financieras frente a dinámicas mixtas. El arranque de 2026 ha traído volatilidad y dinámicas mixtas que reflejan la sensibilidad de los mercados a los giros geopolíticos y tecnológicos. La amenaza de un conflicto militar entre EE. UU. e Irán ya elevó la percepción de riesgo antes de que los bombardeos se materializaran y desencadenaran un fuerte repunte del estrés y la volatilidad, especialmente en los mercados de materias primas. En paralelo, la IA sigue condicionando las bolsas no solo por las elevadas valoraciones de las empresas y el reto de rentabilizar unos ambiciosos planes de inversión, sino también por los temores de disrupción de líneas de negocios establecidas. A todo ello se sumó en febrero la sentencia del Tribunal Supremo de EE. UU. anulando una parte significativa de los aranceles impuestos por la Administración Trump. Estos catalizadores impulsaron un desempeño bursátil mixto, mientras que las materias primas se vieron presionadas al alza y el sentimiento inversor propició cierta recuperación del dólar en los mercados de divisas y dinámicas contrapuestas entre los tipos de interés de largo plazo a ambos lados del Atlántico.

Bolsas al alza... hasta el estallido del conflicto en Irán. Febrero abrió con un comportamiento desigual entre las principales bolsas internacionales, debatiéndose entre el impulso de una buena temporada de resultados y las dudas generadas por el empuje de las empresas relacionadas con la IA. En EE. UU., el temor a que estas firmas disrumpan modelos de negocio tradicionales presionó a empresas consolidadas dentro de los sectores tecnológico y de servicios de comunicación, dejando al S&P 500 prácticamente plano en febrero. En contraste, los índices del resto del mundo evolucionaron con mayor tracción: las bolsas europeas avanzaron con holgura, acercándose al +4% en el conjunto de febrero, impulsadas por unas perspectivas de crecimiento más equilibradas y un sentimiento inversor favorable tras la sentencia del Supremo. En los mercados emergentes, el índice regional de Asia se acercaba a ganancias del 7%, mientras que el de Latinoamérica superaba el 4%. A nivel global destacó particularmente Japón, donde el Nikkei registró subidas superiores al 10%, alentado por la victoria electoral de Sanae Takaichi y su agenda reflacionista. Con todo, a principios de marzo los bombardeos en Irán provocaron caídas generalizadas de las bolsas mundiales, con la bolsa europea retrocediendo a niveles de finales de 2025.

El dinamismo macroeconómico apoya los beneficios empresariales. La temporada de resultados en EE. UU. cerró con un balance sólido, en un contexto de desempeño robusto de la economía americana: cerca del 85% de las compañías del S&P 500 superaron expectativas de ventas y alrededor del 75% lo hicieron en beneficios. El mayor empuje provino de los sectores financiero y tecnológico, donde las empresas más vinculadas a la IA mantuvieron la combinación de buenos resultados registrados y la planificación de inversiones ambiciosas. En Europa, aunque el tono fue más moderado, el balance hasta el cierre de este informe también era positivo y destacaban los sectores tecnológico, financiero y de utilities.

Condiciones financieras

Índice (0 = promedio 2000-2026)

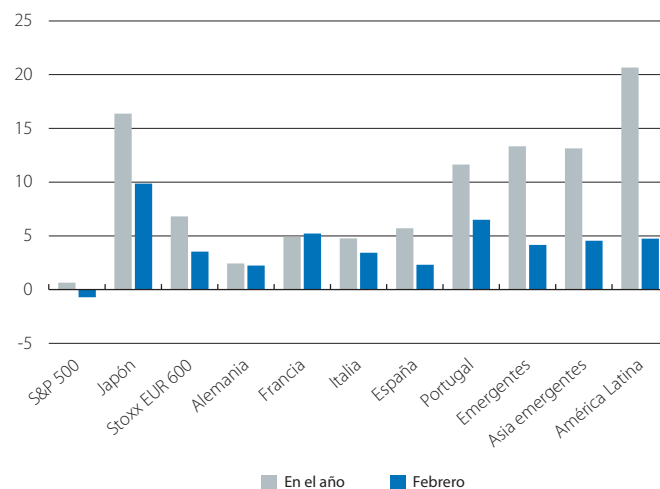


Nota: Índices de condiciones financieras de Goldman Sachs normalizados por el promedio y la desviación estándar de 2000-2026.

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

Bolsas internacionales: desempeño en 2026

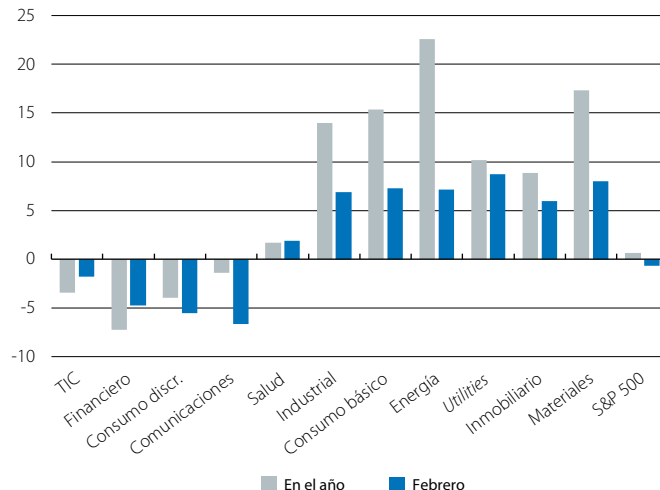
Variación (%)



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

EE. UU.: desempeño bursátil en 2026

Variación (%)



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

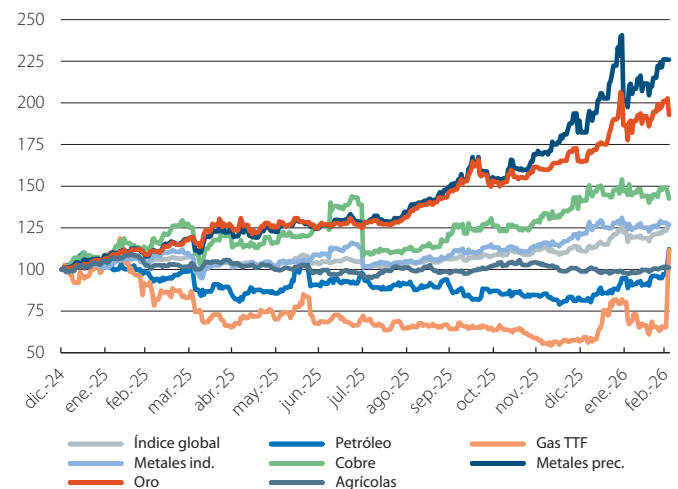
La geopolítica realza las materias primas. Febrero fue un mes de calma tensa en los precios de la energía. El equilibrio entre la expectativa de sobreoferta en el mercado de petróleo y la creciente prima de riesgo derivada de la geopolítica empujó el precio del Brent hacia la zona de los 70 dólares por barril, mientras que el precio del gas TTF descendía hacia los 30 euros por MWh, favorecido por un incremento de las importaciones de gas natural licuado en las terminales del norte de Europa y por previsiones de temperaturas menos rigurosas para el final del invierno. Sin embargo, los ataques entre Irán y EE. UU. e Israel a principios de marzo provocaron un fuerte estrés en los precios, con el petróleo llegando a superar los 100 dólares por barril de Brent y el gas TTF subiendo hasta cerca de los 60 euros por MWh y sufriendo mucha volatilidad (sobrepasó puntualmente los 65 euros). Las curvas de futuros se encarecieron relativamente menos, apuntando a una distensión hacia 2027.

El dólar coge un poco de aire. El comportamiento del dólar estadounidense fue errático durante febrero, pero logró cerrar con una ligera recuperación. La sentencia del Tribunal Supremo redujo algo la presión bajista que viene pesando sobre la divisa desde los anuncios arancelarios de 2025, y la guerra en Irán le favoreció moderadamente en su rol de activo refugio. El euro se mantuvo relativamente estable alrededor de los 1,18 dólares (debilitándose hacia los 1,15 dólares tras los bombardeos en Oriente Próximo), la libra rondó los 1,35 dólares y el yen también se debilitó. Entre las divisas emergentes, destacaron aquellas que más se beneficiaban de una reducción arancelaria más directa: a lo largo de febrero, el real brasileño se apreció más de un 3% frente al dólar, mientras que el yuan chino ganó algo menos del 1% y la rupia india lo hizo en más de un 1% (capitalizando el acuerdo comercial EE. UU.-India). Con todo, los bombardeos terminaron trayendo una debilidad generalizada entre las divisas emergentes.

Idas y vueltas en los tipos de interés. En un mes de febrero sin reuniones de política monetaria entre los principales bancos centrales, los inversores apostaron inicialmente por un descenso de los tipos soberanos tanto en EE. UU. como en la eurozona. Sin embargo, el estrés de los precios energéticos tras los bombardeos en Oriente Próximo presionó los tipos al alza por un repunte de las expectativas de inflación y una revisión *hawkish* de las perspectivas de política monetaria que barajan los inversores. En neto, los tipos de interés soberanos se mantuvieron más estables en EE. UU. (subida en los tramos cortos y descenso en los largos), mientras que en la eurozona se impusieron los repuntes de tipos (más marcadamente en la periferia que en Alemania). Los mercados monetarios abandonaron su sesgo *dovish* para el BCE y pasaron a cotizar la posibilidad de que el BCE suba tipos en 2026 (al cierre de este informe, los mercados se debatían entre una y dos subidas). Los mercados también rebajaron su confianza en los recortes de tipos de la Fed (aunque siguen cotizando dos bajadas en lo que queda de año). De hecho, las actas de la reunión de enero de la Fed revelaron un tono más restrictivo del que se había percibido, y apuntaron a una mayor preocupación por los riesgos de inflación. Las actas también dieron a conocer que casi todos los miembros de la Fed consideran que el nivel actual de tipos se sitúa en zona neutral. En la eurozona, el BCE exhibió mayor continuidad en su comunicación y las distintas intervenciones siguieron realizando la estrategia de no hipercalibrar las decisiones a cada pequeña variación de los datos, dada la incertidumbre del entorno.

Materias primas: precios

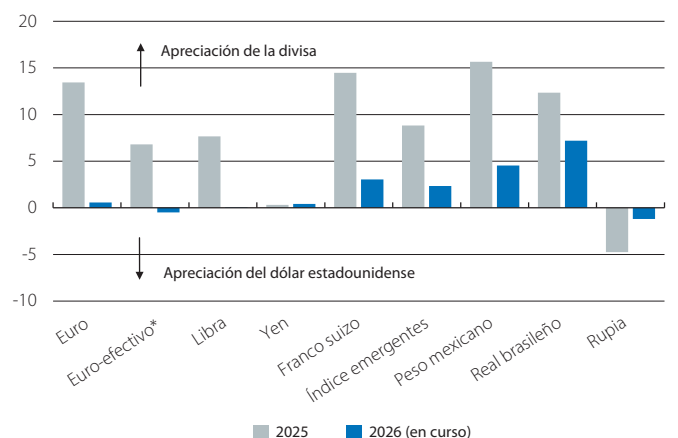
Índice (100 = 31 dic. 2024)



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

Divisas internacionales frente al dólar estadounidense

Variación (%)

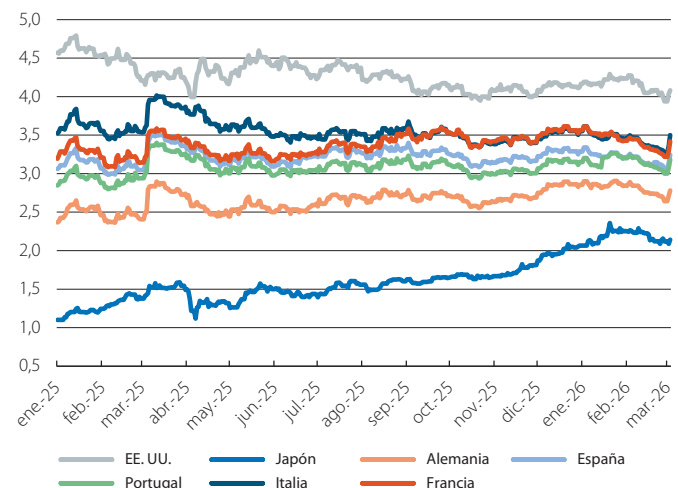


Nota: * Para el tipo de cambio efectivo del euro, se presenta una cesta de 41 divisas frente al euro.

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

Tipos de interés soberanos a 10 años

(%)



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

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.

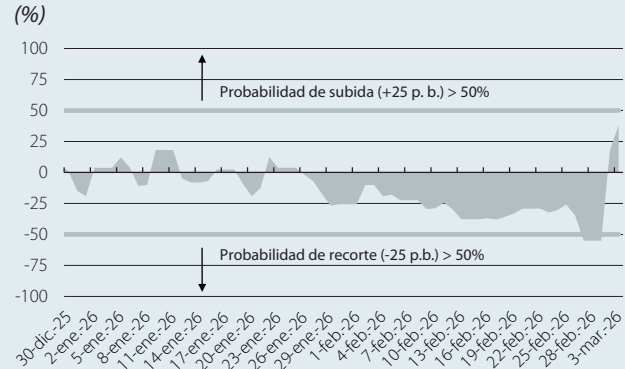
Política monetaria y tipos de interés

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 neutrales y al que también apuntan las expectativas de los mercados (véase el segundo gráfico).

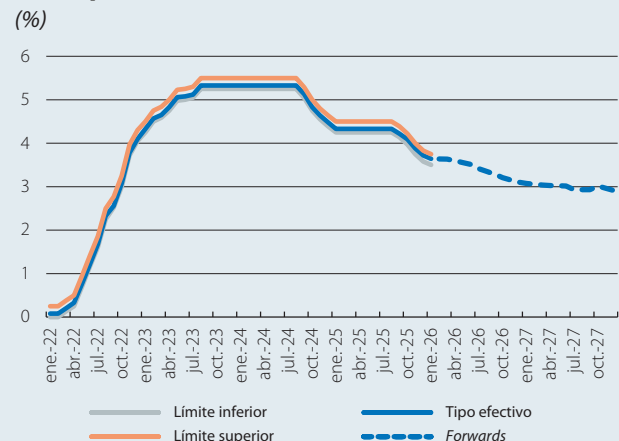
En paralelo, 2026 también será un año relevante en el plano institucional. El mandato de Jerome Powell como presidente de la Fed vence en mayo y su relevo se ha visto empañado por las presiones de la Administración Trump

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 revalorización 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

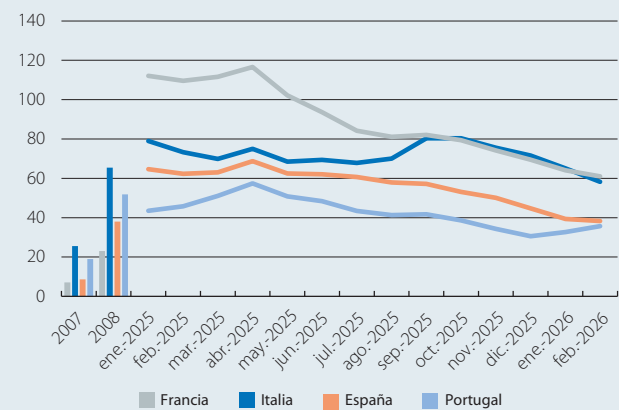
Este entorno dibuja unas condiciones financieras con una estabilidad que no debería ser desfavorable para el desempeño económico. Pero la percepción del riesgo continúa manifestándose episódicamente en los mercados. Los conflictos geopolíticos siguen en primera línea como fuente de disrupciones de oferta. 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.)



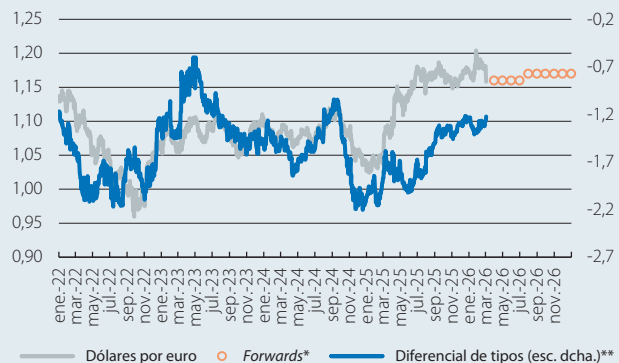
Nota: Diferencial entre el tipo de interés a 10 años de cada país y su homólogo alemán.

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.)



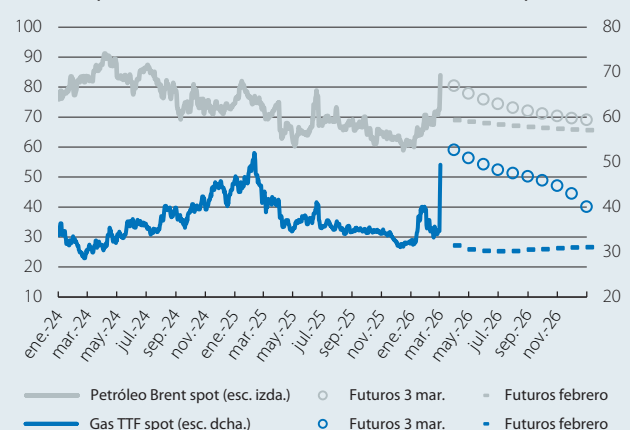
Notas: * Forwards a 03/03/2026. ** Diferencia entre el tipo de interés del swap OIS a 2 años para la eurozona y EE. UU.

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

Petróleo y gas: precio

(Dólares por barril)

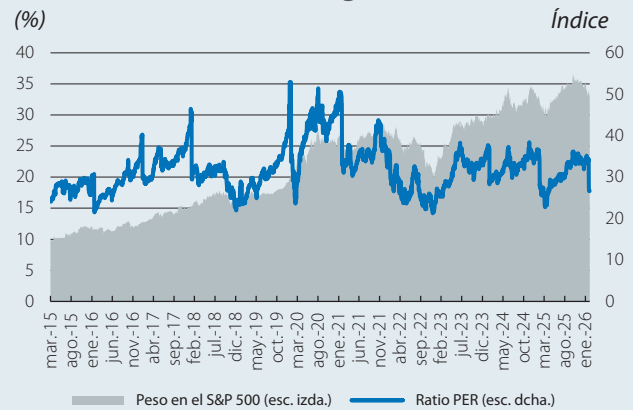
(Euros por MWh)



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.

Tipos de interés (%)

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-75
Euríbor 3 meses	2,01	2,03	-2	-1	-47
Euríbor 12 meses	2,22	2,23	0	-2	-19
Deuda pública a 1 año (Alemania)	1,97	1,97	0	-4	-5
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,00	2,09	-9	-12	-4
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,64	2,84	-20	-21	23
Deuda pública a 10 años (España)	3,06	3,21	-15	-23	2
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,00	3,20	-20	-15	6
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,67	3,66	1	1	-65
Deuda pública a 1 año	3,47	3,46	1	0	-63
Deuda pública a 2 años	3,37	3,52	-15	-10	-68
Deuda pública a 10 años	3,94	4,24	-30	-23	-32

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	51	4	4,6	1,9
Itraxx Financiero Sénior	59	54	5	4,7	2,0
Itraxx Financiero Subordinado	101	91	10	8,3	2,5

Tipos de cambio

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,181	1,185	-0,3	0,6	13,6
EUR/JPY (yenes por euro)	184,360	183,430	0,5	0,2	18,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,876	0,866	1,2	0,5	6,2
USD/JPY (yenes por dólar)	156,050	154,780	0,8	-0,4	4,2

Materias primas

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
Índice Bloomberg de materias primas	121,7	120,7	0,8	10,9	16,7
Brent (\$/barril)	72,5	70,7	2,5	19,1	-2,1
Oro (\$/onza)	5.278,9	4.894,2	7,9	22,2	83,5

Renta variable

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.878,9	6.939,0	-0,9	0,5	17,4
Eurostoxx 50 (eurozona)	6.138,4	5.947,8	3,2	6,0	12,2
Ibex 35 (España)	18.360,8	17.880,9	2,7	6,1	38,4
PSI 20 (Portugal)	9.276,1	8.662,2	7,1	12,3	35,5
Nikkei 225 (Japón)	58.850,3	53.322,9	10,4	16,9	53,8
MSCI emergentes	1.610,7	1.528,1	5,4	14,7	43,3

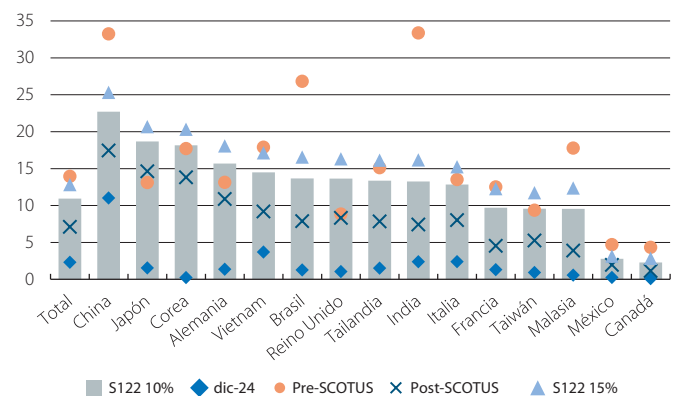
La economía internacional pendiente, de nuevo, de EE. UU.

Se acentúa el riesgo geopolítico y resurge la incertidumbre comercial. Los eventos geopolíticos han vuelto a retomar el protagonismo, dejando casi en un segundo plano la valoración de los indicadores económicos conocidos a lo largo del último mes. El ataque de EE. UU. a Irán ha aumentado significativamente la inestabilidad geopolítica y la incertidumbre económica, abriendo un nuevo foco de riesgo en un entorno caracterizado por la postura transaccional de la Administración Trump y la erosión de las instituciones multilaterales. El impacto de este conflicto dependerá de su duración y extensión geográfica, pero la respuesta de Irán ya ha provocado un fuerte repunte de los precios de la energía. Irán es el cuarto mayor productor de crudo de la OPEP (3,3 millones de barriles diarios, un 3,3% de la producción mundial) y tiene el control estratégico del estrecho de Ormuz, por donde pasan más del 20% de los flujos comerciales marítimos de energía mundial.

Por otro lado, el Tribunal Supremo (TS) de EE. UU. dictaminó en febrero que Trump se extralimitó en los poderes de emergencia invocados y ha declarado ilegales los aranceles impuestos bajo la IEEPA, pero los aprobados aplicando otras normativas (sobre automóviles, acero, etc.) seguirán vigentes. Es decir, el TS ha declarado ilegal el procedimiento de aprobación de los aranceles bilaterales, no los aranceles en sí. Vuelve a reactivarse la incertidumbre comercial, ya que se abre ahora un periodo en el que la Administración Trump explorará todas las vías legales de las que todavía dispone para seguir implementando su política arancelaria, a la que ya ha dejado claro que no va a renunciar. De hecho, Trump invocó la Sección 122 de la Ley de Comercio para imponer un arancel del 10% de forma universal, lo que ha provocado una «reconfiguración» de la presión arancelaria. Países como China o Brasil ahora tendrían un arancel muy inferior al vigente antes de la resolución del TS, pero la UE o el Reino Unido salen perdiendo. Tanto es así, que la UE ha retrasado la aprobación del acuerdo comercial alcanzado en julio del pasado año, hasta tener más información y claridad en este asunto (véase [«10 preguntas sobre el dictamen arancelario del Tribunal Supremo de EE. UU.»](#) en este mismo *Informe Mensual*).

El shutdown afectó a la economía de EE. UU. más de lo esperado en el 4T. El anuncio del TS a la política arancelaria de Trump se sumó a la decepción con el dato de PIB del 4T 2025: el crecimiento alcanzó un 0,4% intertrimestral (casi la mitad de lo esperado por el consenso de analistas), tras el 1,1% del 3T 2025, y se situó, para el conjunto de 2025, en el 2,2% (2,8% en 2024). El resultado del 4T se explica, casi en su totalidad, por el retroceso del gasto público (−1,3% intertrimestral vs. 0,1% de media del año), consecuencia del *shutdown*. De hecho, el resto de la demanda interna tuvo un cierre de año muy dinámico: la inversión y el consumo privado crecieron a ritmos del 0,6% intertrimestral. Mientras, la demanda externa presentó una aportación prácticamente nula en el 4T. No obstante, el parón del 4T sería temporal y es factible que en el 1T 2026 se produzca cierto efecto «rebote», una vez que la actividad en la Administración pública retomó la normalidad. En este sentido, los PMI de febrero apuntan a una economía

EE. UU.: arancel promedio por socio comercial (%)

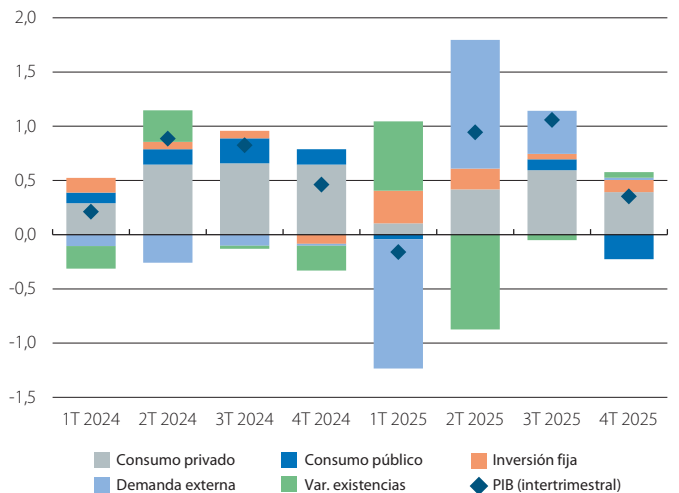


Notas: Arancel observado para diciembre de 2024 y basado en políticas anunciadas para el resto. SCOTUS: Supreme Court of the US. S122 = section 122 of the Trade Act. El 10% corresponde al arancel en vigor desde el 24 de febrero, el 15% es otra posibilidad anunciada.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, de UN COMTRADE y de la Casa Blanca.

EE. UU.: PIB

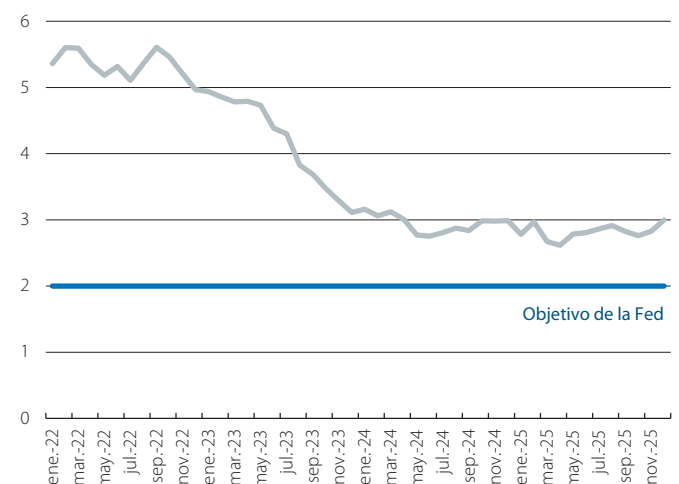
Variación intertrimestral (%) y contribuciones (p. p.)



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

EE. UU.: índice de precios PCE

Variación interanual (%)



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

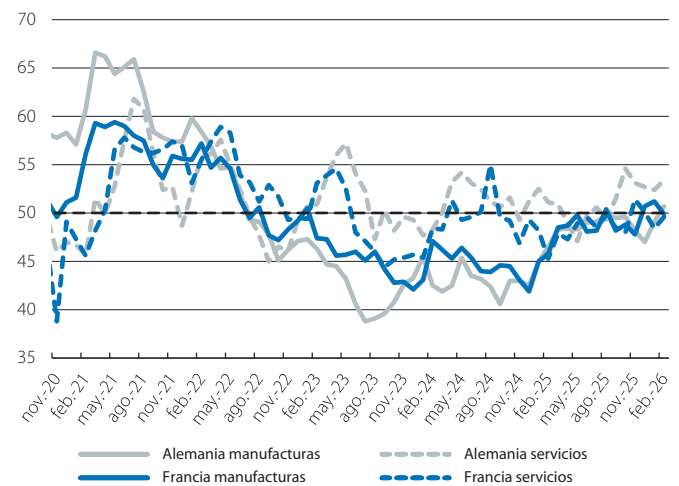
que sigue mostrando un buen tono (51,9, tras la media de 53,8 del 4T, siendo 50 el umbral que apunta a crecimientos positivos). Con todo, en febrero la confianza de las familias de la *Conference Board* apenas se recupera de la sustancial caída del mes previo (+2,2 puntos, hasta 91,2, con 100 como umbral), y la de la Universidad de Michigan sigue sin recuperar los niveles previos al *Liberation Day*. Esta falta de ánimo de los hogares responde sobre todo, entre las rentas más altas, a la volatilidad en los mercados financieros y, entre las rentas más bajas, a la pérdida de poder adquisitivo que afrontan. De hecho, la inflación presenta una evidente resistencia a caer al objetivo de la Fed: según el índice de precios PCE, la inflación núcleo repuntó en diciembre +0,2 p. p., hasta el 3,0%, mientras que los datos del IPC de enero mostraron una inflación general que cayó 0,3 p. p., hasta el 2,4%, pero la núcleo solo cedió 0,1 p. p., hasta el 2,5%.

La evolución de la eurozona descansará, en gran medida, en Alemania. De hecho, el índice de clima empresarial PMI para la eurozona subió en febrero 0,6 puntos, hasta 51,9, con una actividad en servicios que sigue creciendo, pero a ritmos modestos, y con un sector manufacturero que consolida el giro a positivo iniciado meses atrás. Ese resultado descansa en la reactivación que se aprecia en Alemania (+1,1 puntos, hasta 53,2) gracias al impulso que sigue ganando el sector servicios y a un sector manufacturero que confirma cierto cambio de tendencia a positivo, pero todavía con avances modestos. Otros indicadores de opinión y clima empresarial inciden en este mayor optimismo hacia la economía alemana, pero con cautela: en febrero, el ZEW muestra que el porcentaje de encuestados que apuestan por una mejora se mantiene en torno al 60%, y el Ifo aumentó, pero todavía muy por debajo del umbral de 100 que apunta a crecimientos cercanos a su media (+1 punto, hasta 88,6). Con todo, las señales de reactivación de la economía alemana empiezan a acumularse, sobre todo en el sector industrial: los pedidos industriales crecieron en diciembre casi un 13% interanual, anticipando una reactivación de la producción en los próximos meses. Por su parte, Francia parece confirmarse como el eslabón más débil: el PMI sigue en febrero sin superar el umbral de 50, por la debilidad tanto en manufacturas como en servicios, la confianza del consumidor sigue en niveles débiles y no apunta a una reactivación del consumo a corto plazo. En balance, la economía de la eurozona seguirá creciendo, si bien todavía por debajo de su media de largo plazo, en un contexto, todavía, de presiones inflacionistas controladas: en febrero, la inflación repuntó 0,2 p. p., hasta el 1,9% la general y el 2,4% la núcleo.

Un cierre de 2025 bastante apático en otras partes del mundo. Así, en el Reino Unido, el PIB creció en el 4T 2025 un 0,1% intertrimestral y confirmó una tendencia de «más a menos» a lo largo del año, que ha llevado al crecimiento en 2025 al 1,3% (0,3% en 2024). La debilidad observada en las principales encuestas empresariales y del consumidor no permite anticipar una aceleración significativa de la actividad a corto plazo. Por su parte, en Japón el crecimiento en el 4T 2025 apenas alcanzó el 0,1% intertrimestral, tras el -0,7% anterior, y situó la media de 2025 en el 1,1% (-0,2% en 2024). Las esperanzas de una reactivación de la actividad recaen en el estímulo fiscal anunciado por el Gobierno, si bien el repunte que están mostrando los tipos de interés soberanos puede limitar la efectividad de la política fiscal y monetaria para estimular el crecimiento de la economía.

Eurozona: PMI por componentes

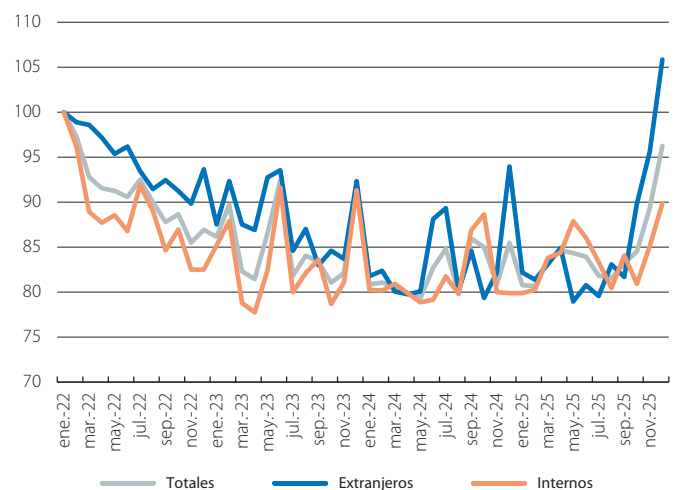
Índice (>50 expansión; <50 contracción)



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

Alemania: pedidos industriales

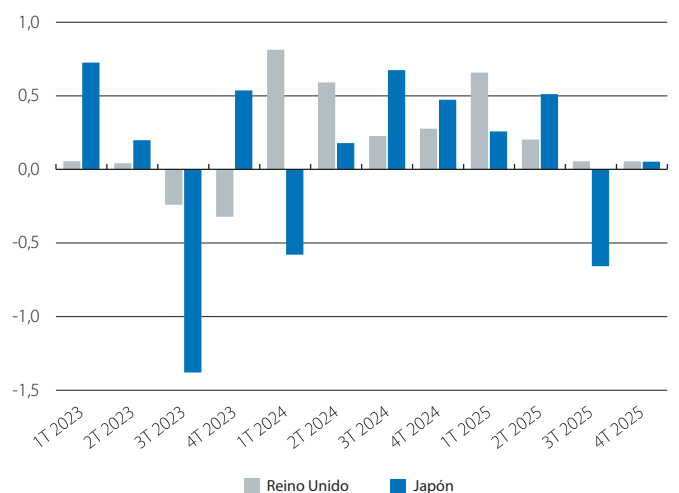
Índice (100 = enero 2022)



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

Reino Unido y Japón: PIB

Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ONS y de la Oficina del Gabinete de Japón.

Qué esperar de la economía internacional en 2026

La economía global mostró una notable resiliencia durante 2025 ofreciendo un buen punto de partida de cara a 2026. En adelante, se cuenta con un crecimiento sostenido por una política monetaria más neutral y una política fiscal que mantiene también un tono bastante neutro, aunque limitada por los abultados déficits y la elevada deuda en las principales economías. También resulta clave el dinamismo que seguimos anticipando para la inversión en tecnología, sobre todo en inteligencia artificial (IA). Bajo estos supuestos, EE. UU. seguirá creciendo a buen ritmo, con la eurozona consolidando el impulso alcanzado a finales de 2025. China continuará enfriándose (4,5% en 2026 y 4,0% en 2027), acusando la persistencia del ajuste del sector residencial y el impacto de los aranceles, con las inversiones en IA como el gran motor de crecimiento. En el resto de Asia, las economías intensivas en tecnología seguirán beneficiándose del ciclo global de inversión, y la India crecerá por encima de China en los próximos años. Por tanto, la economía mundial puede seguir creciendo a ritmos del 3% y con una inflación globalmente estable.

Sin embargo, estas proyecciones se basan en el entorno esperado antes del estallido de la guerra en Oriente Próximo. Es decir, se respalda en unos precios del gas y el crudo que determinarían los fundamentos de oferta y demanda y que, en los últimos trimestres, estaba caracterizado por una sobreoferta de petróleo y estabilidad en el gas. Como señalamos al final del artículo, los últimos acontecimientos resaltan los riesgos sobre esta hipótesis, cuya validez dependerá de la duración y alcance del conflicto.

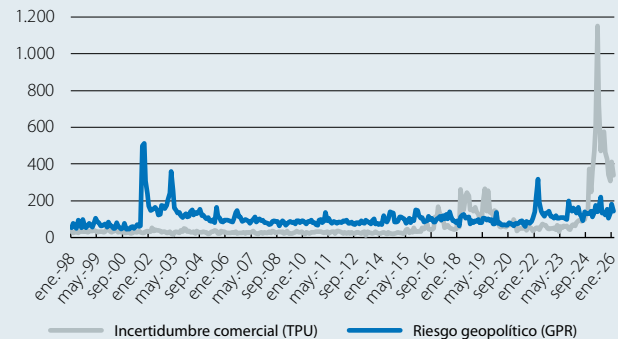
La eurozona seguirá creciendo sin prisa pero sin pausa

La eurozona mantendrá ritmos de crecimiento modestos (algo por encima del 0,3% intertrimestral de media), para alcanzar un 1,3% en 2026, tras el 1,5% de 2025. Esta aparente desaceleración refleja la normalización del crecimiento en Irlanda hasta ritmos en torno al 3,0% (13,3% en 2025). Sin Irlanda, la eurozona crecería un 1,2% en 2026, tras el 1,0% de 2025. Respecto a la inflación en la eurozona, se mantendrá suficientemente cerca del objetivo del 2% durante el horizonte de previsiones.

Estas perspectivas se sostienen en la reactivación de Alemania, después de cinco años de práctico estancamiento. El despliegue de la bazuca fiscal¹ aprobada el pasado

1. En marzo de 2025, se aprobó modificar la norma constitucional del freno de deuda para poder financiar un plan de infraestructuras (SVIK, por sus siglas en alemán), dotado de 500.000 millones de euros para los próximos 12 años, y elevar el gasto en defensa desde el 2,0% del PIB en 2024 hasta el 3,5% en 2029, según criterios OTAN. Las inversiones financiadas con cargo al fondo SVIK no computan para el freno de deuda.

Medidas de incertidumbre y riesgo geopolítico Índice (frecuencia en prensa de términos relacionados con la incertidumbre económica y comercial y el riesgo geopolítico)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. y Raffo, A. (2020), «The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty», *Journal of Monetary Economics*, 109, pp. 38-59 (<https://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm#overview>), y datos de R. Baker, Bloom, N.S. y J. Davis, S. (2016), «Measuring Economic Policy Uncertainty» (https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html).

año será clave para el crecimiento alemán. El presupuesto para 2026 contempla un aumento del gasto público del 3,5%, un crecimiento cercano al 10% de la inversión gracias al despliegue del Fondo de Infraestructuras (1,3% del PIB hasta 2029, frente al 0,9% de 2025) y un gasto en defensa del 2,8% del PIB (2,0% en 2025).² Sin embargo, los presupuestos preveían un déficit fiscal del 3,25% en 2025 y del 4,75% en 2026, pero los retrasos en su aprobación y en su ejecución explican que el déficit fiscal de 2025 fuese del 2,5%, tras el -2,7% de 2024: esto supone que en 2025 no hubo estímulo fiscal alguno. Esta circunstancia refuerza las dudas acerca del aprovechamiento del impulso fiscal.³ Con todo, la ganancia de crecimiento respecto a un escenario sin este estímulo fiscal sería de entre 0,4 p. p. y 0,8 p. p.⁴ en los próximos años, avalando la previsión de un crecimiento alemán del 1,0% en 2026 y del 1,4% en 2027.

2. La definición de «gasto en defensa» de la OTAN es más amplia, ya que considera todo aquel gasto en el que se incurre para cubrir todas las necesidades de las fuerzas armadas, con independencia del ministerio en el que se generen (pensiones, gasto en I+D, transporte, coste de misiones en el exterior, etc.). El gasto en defensa que aparece en los presupuestos es inferior, ya que usa criterios internos y, por ejemplo, excluye el gasto de otros ministerios o pensiones militares.

3. Algunas críticas al plan son: que no sirva para financiar nuevos proyectos de inversión sino algunos ya existentes, que parte se destine para financiar gasto corriente y que se han sacado inversiones del presupuesto ordinario para financiarse con cargo al SVIK. Véase «German Council of Economic Experts», Annual Report 2025/26, capítulo 2.

4. Dado el comportamiento de las cuentas públicas en 2025, y suponiendo que se mantiene la magnitud de ampliación del déficit fiscal estructural recogido en los presupuestos para 2026, el estímulo fiscal en 2025 y 2026 se situaría en torno a 1,0 p. p., casi la mitad de lo que hubiera supuesto si se hubiese cumplido la previsión para 2025. Suponiendo unos multiplicadores entre 0,4 y 0,8, el impulso en crecimiento sería de entre 0,4 p. p. y 0,8 p. p.

En Francia, el crecimiento se mantendría en el entorno del 1% en 2026 y 2027. El presupuesto para 2026, aprobado a comienzos de este año tras arduas negociaciones, contempla un déficit fiscal del 5,0% del PIB (5,4% en 2025) e incluye subidas de impuestos a las grandes empresas y retrasa la entrada en vigor de la reforma de pensiones hasta 2027. La situación fiscal de Francia sigue siendo bastante delicada, lo que presionará los costes financieros, condicionando las decisiones de inversión y consumo de hogares y empresas.

En Italia, el crecimiento se verá limitado por un consumo privado apático y la falta de impulso de la demanda externa. La inversión será el principal motor gracias a los fondos NGEU todavía disponibles antes del vencimiento del programa en agosto. Las condiciones financieras seguirán siendo favorables, apoyadas en una política fiscal de tono neutro (el déficit se recortaría en 0,2 p. p., hasta el 2,8% del PIB). Además, es posible que Italia abandone el Procedimiento por Déficit Excesivo en la primera mitad del año, pudiendo activar la cláusula de escape que permitiría elevar durante cuatro años el gasto en defensa hasta un máximo del 1,5% del PIB anual. En consecuencia, el crecimiento en 2026 sería del 0,8% y podría superar el 1,0% en 2027.

EE. UU. afronta otro año con perspectivas positivas

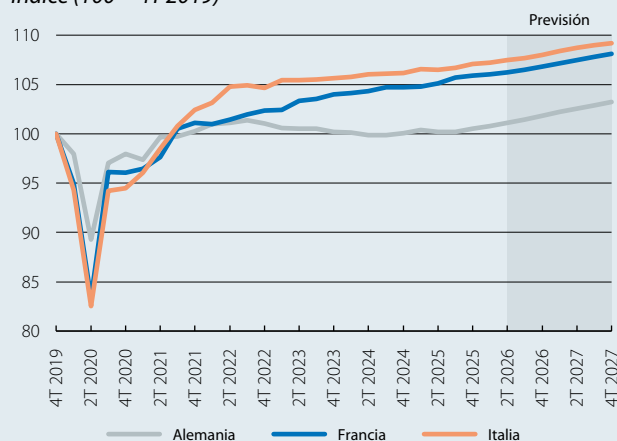
La economía estadounidense acelerará su ritmo de avance en 2026, empezando ya el año con fuerza al compensarse parte de la pérdida de actividad sufrida en el 4T 2025 por el *shutdown*. La inversión seguirá impulsando el crecimiento gracias al desarrollo y despliegue de la IA. El dinamismo del gasto entre las familias de rentas más altas más que compensará la contención que mostrará entre las rentas más bajas, consolidando la narrativa de un consumo privado evolucionando en forma de K. En balance, el crecimiento en 2026 alcanzaría el 2,6% (2,2% en 2025). Mientras, la inflación seguirá resistiéndose a bajar al objetivo del 2%, sostenida por los aranceles y el dinamismo económico. Así, la inflación general y la núcleo se situarán todavía más cerca del 3% que del 2% en media de 2026, tras el 2,6% de 2025.

Riesgos

Los riesgos sobre los escenarios globales centrales han aumentado significativamente tras el ataque conjunto de EE. UU. e Israel a Irán, que ha provocado una fuerte subida de los precios de crudo y gas e importantes turbulencias

Evolución del PIB

Índice (100 = 4T 2019)



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

en los mercados financieros. El impacto final de este conflicto dependerá de su duración y alcance geográfico. Si se materializa la subida de precios de la energía que recogen los futuros (una prima de riesgo a corto plazo, pero distensión en los próximos trimestres), el crecimiento previsto para la eurozona se recortaría unas décimas, pero no habría un cambio de narrativa que modificara las tendencias a medio plazo. La inflación podría sufrir un repunte temporal, pero sin alejarla del objetivo de manera preocupante, lo que no afectaría la estrategia de un BCE que se siente cómodo con el *depo* en el 2,00%. En EE. UU., unos precios de la energía más elevados tienen un impacto asimétrico: elevan la inflación, pero también suponen una mejora de la balanza comercial y en el crecimiento (EE. UU. es exportador neto de petróleo y gas). Esta combinación favorecería un sesgo algo más restrictivo para la Fed, reforzando la visión de que no tiene prisa en volver a recortar los tipos.

El conflicto en Irán se añade a los ya existentes: Ucrania, escaso margen fiscal en las economías industrializadas y riesgo de correcciones bruscas en los mercados financieros por las elevadas expectativas y valoraciones ligadas a las empresas de IA. Asimismo, se debe consignar como un importante riesgo para el escenario el recrudescimiento de la incertidumbre comercial tras el varapalo del Tribunal Supremo a buena parte de los aranceles implementados por Trump (véase [«10 preguntas sobre el dictamen arancelario del Tribunal Supremo de EE. UU.»](#) en este mismo *Informe Mensual*).

Rita Sánchez Soliva

10 preguntas sobre el dictamen arancelario del Tribunal Supremo de EE. UU.

1. ¿Cuál ha sido la decisión?

Por una mayoría de 6 a 3, el Tribunal Supremo ha considerado que el recurso a la Ley de Emergencia Económica (IEEPA) no es la vía legal adecuada para el establecimiento de aranceles generales y que, al tratarse de una medida con naturaleza tributaria, esta competencia recae en el Congreso.

2. ¿A qué aranceles afecta?

El dictamen anula tanto los aranceles impuestos a Canadá, México y China, vinculados al tráfico de drogas, como los anunciados en el *Liberation Day* y sus posteriores modificaciones (también los usados con fines geopolíticos basados en la IEEPA, como el reciente del 25% sobre aquellos países que mantengan relaciones económicas con Irán o los precedentes vinculados a Brasil, Rusia o Venezuela).

3. ¿A cuáles no?

El dictamen no afecta a los aranceles sectoriales aprobados con criterios de seguridad nacional bajo la Sección 232 de la Ley de Expansión Comercial (S.232), como los establecidos sobre autos y componentes, aluminio, acero, cobre, determinados productos de mobiliario y vehículos comerciales.

4. ¿Qué respuesta ha dado el Gobierno?

El mismo día del dictamen, una proclamación presidencial activó la Sección 122 de la Ley de Comercio (S.122), que permite un arancel general transitorio de hasta el 15% durante 150 días para la resolución de problemas fundamentales de pagos internacionales. El martes 24 de febrero entró en vigor un arancel general del 10%.

5. ¿A qué países y productos afectan las nuevas medidas?

El arancel bajo la S.122 se aplica de forma no discriminatoria, es decir, de forma uniforme a todos los países. La proclamación establece que el arancel no se acumula sobre los sectoriales vigentes, ni sobre las importaciones desde Canadá y México que cumplan las condiciones del tratado comercial que mantienen con EE. UU. (T-MEC, antes TLCAN). Asimismo, se define una lista de exenciones que incluye, entre otros, determinados minerales críticos, productos agrícolas, farmacéuticos y electrónicos.

6. ¿Qué otras medidas puede adoptar el Gobierno?

Después de la aprobación del nuevo arancel general del 10%, Trump amenazó con elevar este al máximo del 15% que permite la S.122. Además, la proclamación presidencial incluyó el mandato de iniciar investigaciones a países por prácticas desleales bajo la Sección 301 de la Ley de Comercio (S.301), mientras que se espera también la extensión de aranceles sectoriales bajo la S.232, con potencial foco en

productos farmacéuticos y electrónicos. A diferencia de los aranceles aprobados bajo la IEEPA y el ahora activado, estas alternativas requieren mayor carga procedimental y cuentan con precedentes, como el uso de la S.301 para China durante la primera Administración Trump y su mantenimiento con Biden.

7. ¿Cuáles son las principales incógnitas tras el dictamen?

Las principales dudas se centran en: (i) la batalla legal por los ingresos recaudados con IEEPA, que estimamos en un rango de 125.000-150.000 millones de dólares (equivalentes a un 0,4%-0,5% del PIB de EE. UU.), y las potenciales nuevas reclamaciones por el recurso a la S.122; (ii) la validez de los acuerdos bilaterales alcanzados desde verano y las ventajas arancelarias pactadas (UE, Japón, Reino Unido, entre otros); (iii) la estabilidad de la tregua comercial-tecnológica con China alcanzada en noviembre pasado (Trump visita Pekín a finales de marzo); y (iv) el efecto en la reconfiguración comercial que se produjo en 2025 de exportaciones chinas a Vietnam (textil, calzado, hogar) o Taiwán (maquinaria y equipo).

8. ¿Cómo ha quedado el escenario de aranceles tras la respuesta al dictamen?

En conjunto, la sentencia del Tribunal Supremo habría reducido inicialmente en cerca de 7 p. p. el arancel promedio sobre las importaciones de EE. UU. considerando las políticas anunciadas. Después, tras la activación de la S.122, habría vuelto a niveles cercanos al 11% (frente al 14% estimado previamente).

9. ¿Qué países reducen o aumentan su arancel en términos relativos?

De forma inmediata, los mayores beneficiados son China, India y Brasil, que reducen sensiblemente sus aranceles, mientras que entre los perjudicados se encontrarían la UE y el Reino Unido, que habían asegurado reducciones específicas mediante acuerdos bilaterales ahora en entredicho. Así, por ejemplo, un automóvil europeo podría pagar ahora un arancel del 27,5% (el 25% establecido bajo la S.232 más la tasa inicial de nación más favorecida del 2,5%) frente al tope del 15% entonces pactado.

10. ¿Cambia el dictamen del Supremo la estrategia arancelaria de Trump?

No, se produce un cambio de instrumentos, con respaldo legal más sólido. Los aranceles continuarán siendo un eje central de la política comercial, fiscal y exterior de EE. UU. De hecho, durante su discurso del Estado de la Unión, Trump reafirmó su visión de que los ingresos arancelarios reemplacen a largo plazo el impuesto sobre la renta federal.

David Martínez Turégano

Japón, al alba de un nuevo ciclo: tensiones fiscales y normalización monetaria en el país del sol naciente

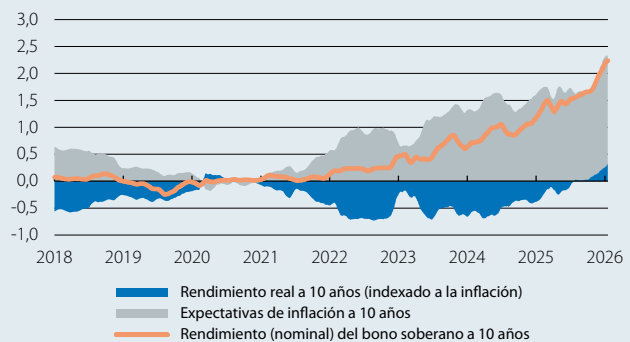
Los tipos soberanos japoneses han repuntado desde 2022, en particular en el último año, y han llegado a superar la barrera del 2% por primera vez en prácticamente tres décadas. Estos movimientos han generado un amplio debate sobre la sostenibilidad fiscal del país y el rumbo de la política monetaria. En este artículo, analizamos los factores que están detrás del reciente repunte y sus consecuencias para la economía nipona.

Evolución de los tipos de interés en Japón: $i = r + \pi^e$

El repunte de los tipos de interés ha venido de la mano de una progresiva normalización de la política monetaria del Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) y de su control sobre la curva de tipos de interés.¹ Esta evolución se puede desagregar entre movimientos en los tipos reales y en las expectativas de inflación. La reciente subida de los tipos nominales en Japón responde, sobre todo, a un repunte sostenido de las expectativas de inflación de largo plazo (véase el primer gráfico). Desde 2022, han pasado de niveles próximos al 0% hasta un rango del 1,5%-2% recientemente, en paralelo a una inflación observada más persistente (cerca al 3%, un nivel no visto desde el inicio de la década de los noventa). Este movimiento refleja dinámicas de fondo más allá del *shock* inicial de materias primas, tras la eclosión del conflicto Rusia-Ucrania, como efectos de segunda ronda, subidas salariales tras años de estancamiento,² además de factores idiosincráticos (como las subidas de precios de los alimentos y, en particular, del arroz) y un yen depreciado.

Asimismo, los tipos reales también han subido, desde cerca del -0,5% hasta situarse en un intervalo del 0%-0,5% en los tramos más largos. Según la teoría económica, este movimiento en tipos reales podría explicarse por distintos factores estructurales: un mayor crecimiento potencial, cambios demográficos que redujeran el ahorro de manera estructural y unas perspectivas de un aumento sostenido de la inversión. Sin embargo, dada la brusquedad del movimiento del tipo real, concentrada sobre todo en el último año, y la ausencia de cambios significativos en demografía o potencial de crecimiento,³ el movimiento

Japón: evolución de los tipos de interés reales y nominales, y de las expectativas de inflación (%)



Nota: Las expectativas de inflación se miden con la evolución de los tipos de swaps de inflación, mientras que el rendimiento real se mide como el rendimiento del bono indexado a la inflación.

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

parece deberse a otros factores, entre los cuales se encontraría una mejora de las expectativas de inversión (tras un largo periodo de desapalancamiento corporativo y con un mayor dinamismo del mercado inmobiliario) o cambios en la política fiscal.⁴

Política fiscal en Japón: ¿del Abenomics al Takaichinomics?

Una de las claves para entender el reciente repunte de los tipos soberanos se encuentra justamente en la situación fiscal del país. Con una deuda bruta del 230% del PIB y una deuda neta (que sustrae a la deuda bruta los activos financieros en manos del Estado) que alcanza el 130% del PIB, Japón tiene una de las ratios de deuda más elevadas del mundo. Si bien el déficit público es relativamente bajo, las proyecciones más recientes apuntan a un deterioro moderado a medio plazo, reflejo de las presiones por gasto en pensiones, salud y defensa.⁵

1. En 2016, el BoJ adoptó, dentro del marco del *quantitative easing* que llevaba aplicando desde el inicio de los 2000, una política de control de la curva soberana en la que fijaba un objetivo (cerca del 0%) para el rendimiento del bono japonés a 10 años. Esta política se fue flexibilizando hasta que se abandonó en 2024.

2. Tras años de subidas salariales entre el 0% y el 2%, empezó a observarse un repunte en 2023, en el proceso *shuntō* de negociación de primavera entre grandes empresas y sindicatos. En 2024 y 2025, las subidas se situaron por encima del 5%, un máximo desde principios de los años noventa. Las empresas y los sindicatos anticipan un crecimiento salarial igual o mayor en el *shuntō* de 2026.

3. El PIB de Japón creció un 1,1% en 2025, y el FMI prevé un crecimiento del 0,5% a medio plazo, mientras que el crecimiento promedio en el periodo 2000-2019 fue del 0,8%.

4. Las expectativas de impulso fiscal pueden traducirse en unos mayores tipos de interés, tanto por un incremento de la prima por plazo como a través de expectativas de inflación.

5. El FMI proyecta una trayectoria de déficit desde el 1,3% en 2025 (3,0% en 2019) a cerca del 4,5% en 2030, mientras que el déficit estructural primario, que extrae del saldo fiscal el pago de intereses y la variación de los componentes más volátiles asociada al ciclo económico, se situaría en el 2,5% en 2030, frente al 1% actual (vs. 2,6% en 2019). A pesar de la demografía desfavorable, las proyecciones más recientes de la OCDE sitúan el gasto con pensiones cerca del 10% del PIB a 2060, frente a cerca del 9% actual, un diferencial que supone una presión fiscal adicional en línea con la del promedio de la OCDE (sobre +1 p. p. hasta 2060), pero inferior a países como Corea del Sur (unos +6 p. p.) o España (unos +3 p. p.). El aumento del gasto en defensa se ve anclado en la discusión sobre la revisión del artículo 9 de no beligerancia, inscrito en la Constitución de Japón desde 1947, y en un contexto geopolítico de aumento de tensiones con China y en la región del Pacífico, con Rusia y Corea del Norte como vecinos cercanos.

A estos factores se ha sumado, en los últimos meses, la llegada al poder de la primera ministra Sanae Takaichi⁶ y un giro expansionista, anclado en una retórica de una política fiscal «proactiva y responsable», que incluye aumentos de la inversión pública y recortes de impuestos, de entre los cuales cabe destacar la eliminación temporal del gravamen del 8% sobre alimentos, una promesa electoral clave, cuyo impacto se estima alrededor del 0,8% del PIB al año.

Asimismo, más allá de la posición fiscal actual del país, los recientes temores pueden asociarse a un aumento de los riesgos percibidos sobre sus perspectivas a largo plazo, en el caso de aumentos de gasto, o reducciones de impuestos, no compensadas por otras medidas que puedan equilibrar las cuentas públicas. En su informe preliminar sobre la economía de Japón, el FMI ha recomendado mantener una posición fiscal neutral, en un contexto en el que la economía opera por encima de su potencial, evitando aumentar las presiones cíclicas y conservando «colchones» frente a futuros *shocks*.⁷

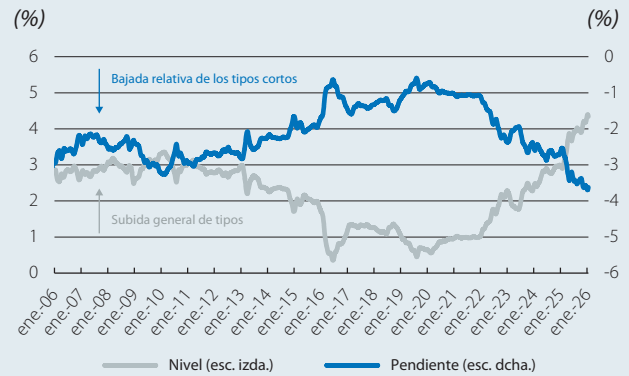
Política monetaria en Japón: el BoJ afronta nuevos retos

En este contexto, el BoJ se encuentra ante un giro estructural del entorno macroeconómico. Tras muchos años en los que se ha enfrentado a una situación de deflación, el país ha logrado situarse por encima del objetivo de inflación del 2% desde 2022, y las expectativas de largo plazo se encuentran ancladas alrededor de ese nivel. Así, el BoJ ha empezado a reajustar su política monetaria, con el abandono del YCC en 2024, subidas graduales de tipos de interés y una estrategia de *quantitative tightening*, que reduce el ritmo de compra de activos, sobre todo de bonos soberanos (aproximadamente la mitad de la deuda de Japón está en manos del BoJ).

En sus comunicaciones más recientes, el BoJ ha reforzado su intención de mantener una trayectoria gradual de subidas de tipos. Pero la dificultad de compaginar una política monetaria restrictiva con políticas fiscales expansivas, en un entorno de deuda elevada, se puede volver más clara en adelante.

Luís Pinheiro de Matos y Manuel Carrera Moreno

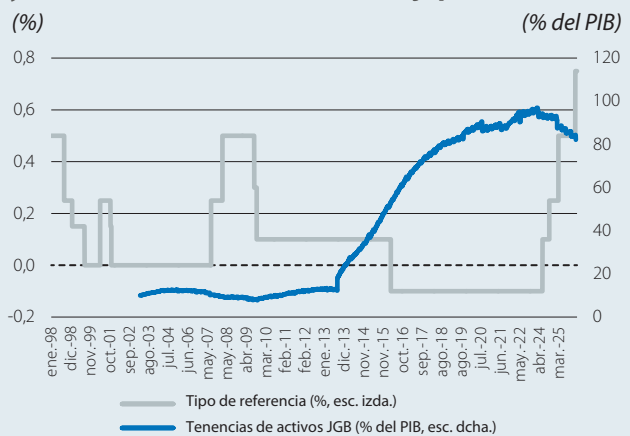
Japón: descomposición de la curva de tipos soberanos



Nota: Se muestra la evolución de dos factores extraídos de una descomposición de la curva de rendimientos soberanos japonesa, en concreto el nivel y la pendiente de la curva. El nivel está correlacionado con los tipos de interés a largo plazo, mientras que la pendiente mide la diferencia relativa entre los tipos a corto y a largo plazo. La fuerte anticorrelación observada entre ambos factores muestra que los movimientos de la curva han sido dominados especialmente por los tipos a largo plazo.

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

Banco de Japón: tipo de interés de referencia y tenencias de bonos soberanos japoneses



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

6. Este febrero, el Partido Liberal Democrático obtuvo una «supermayoría» en la Cámara Baja del Parlamento de Japón (316 escaños, de un total de 465, más 36 de su socio de coalición, el Partido de la Innovación).

7. El Fondo menciona la reducción de impuestos al consumo de alimentos como una medida ineficaz, que aumentaría los riesgos fiscales. Véase «Japan: Staff Concluding Statement of the 2026 Article IV Mission» (del 17 de febrero de 2026).

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	12/25	01/26	02/26
Actividad									
PIB real	2,8	2,2	2,0	2,1	2,3	2,2	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,5	4,8	4,9	4,6	3,8	3,5	...	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	96,1	99,8	93,1	97,4	94,2	94,2	89,0	91,2
Producción industrial	–0,7	1,2	0,7	0,5	1,7	1,7	1,3	2,3	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	49,9	48,8	48,7	48,2	47,9	52,6	52,4
Viviendas iniciadas (miles)	1.371	1.359	1.401	1.354	1.346	1.333	1.404	...	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	330	339	340	338	337	341	343	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,1	4,2	4,3	4,5	4,4	4,3	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,1	59,8	60,0	59,8	59,6	59,7	59,7	59,8	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,4	–3,5	–3,6	–3,4	–3,0	–2,9	...	...
Precios									
Inflación general	2,9	2,6	2,7	2,4	2,9	2,7	2,7	2,4	...
Inflación núcleo	3,4	2,9	3,1	2,8	3,1	2,6	2,6	2,5	...

JAPÓN

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Actividad									
PIB real	–0,2	1,1	1,6	2,0	0,6	0,1	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	37,2	34,7	34,7	32,8	34,6	36,8	37,2	37,9	40,0
Producción industrial	–3,0	1,2	2,5	0,8	0,6	1,0	0,8	4,1	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	12,0	13,0	14,0	15,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,9	–0,7	–0,5	–0,4	–0,4	–0,2	...
Precios									
Inflación general	2,7	3,2	3,8	3,4	2,9	2,7	2,1	1,5	...
Inflación subyacente	2,4	3,0	2,7	3,2	3,2	3,0	2,9	2,7	...

CHINA

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
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	0,9	...	...
Producción industrial	5,6	5,9	6,8	6,2	5,8	5,0	5,2	...	...
PMI manufacturas (oficial)	49,8	49,6	49,9	49,4	49,5	49,4	50,1	49,3	49,0
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	997	1.194	1.086	1.146	1.176	1.194	1.194	...	...
Exportaciones	4,6	5,5	5,7	6,0	6,5	3,8	6,6	...	...
Importaciones	1,0	0,0	–6,9	–0,8	4,4	2,9	5,7	...	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,1	–0,1	0,0	–0,2	0,6	0,8	0,2	...
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	7,0	7,0	6,9

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	12/25	01/26	02/26
Ventas al por menor (variación interanual)	1,2	2,3	2,4	3,0	1,9	2,0	1,3	...	...
Producción industrial (variación interanual)	-3,0	1,5	1,5	1,3	1,5	1,8	1,2	...	...
Confianza del consumidor	-12,6	-13,4	-12,7	-14,3	-13,6	-12,9	-13,2	-12,4	-12,2
Sentimiento económico	95,9	95,9	95,9	94,7	95,9	97,2	97,0	99,3	98,3
PMI manufacturas	45,9	49,1	47,6	49,3	50,1	49,5	48,8	49,8	50,8
PMI servicios	51,5	51,3	51,0	50,1	50,9	53,0	52,4	51,6	51,9
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,4	6,4	6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	...
Alemania (% pobl. activa)	3,4	3,8	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	...
Francia (% pobl. activa)	7,4	7,7	7,5	7,6	7,7	7,9	7,8	7,7	...
Italia (% pobl. activa)	6,6	6,1	6,3	6,3	6,0	5,6	5,5	5,1	...
PIB real (variación interanual)	0,8	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,1	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2	-	-	-
Italia (variación interanual)	0,6	0,7	0,7	0,5	0,7	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	12/25	01/26	02/26
General	2,4	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	2,0	1,7	1,9
Núcleo	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,4

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	12/25	01/26	02/26
Saldo corriente	3,4	8,6	3,0	3,6	4,7	8,6	8,6	...	...
Alemania	5,8	18,0	5,4	6,7	9,3	18,0	18,0	...	...
Francia	0,1	-1,8	0,0	-0,3	-0,9	-1,8	-1,8	...	...
Italia	1,1	4,9	0,9	1,3	2,4	4,9	4,9	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,6	96,5	93,2	96,6	98,3	98,0	98,2	97,8	97,7

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	12/25	01/26	02/26
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	3,0	2,8	...
Crédito a hogares ^{2,3}	0,5	2,2	1,5	2,1	2,5	2,9	3,0	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	3,4	3,3	...
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	3,6	3,5	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,5	5,4	5,2	5,8	...
Otros depósitos a corto plazo	12,3	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,4	-0,6	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	14,6	11,0	4,4	1,0	-0,6	1,6	...
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 titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

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

La economía española: entre la resistencia y la desaceleración

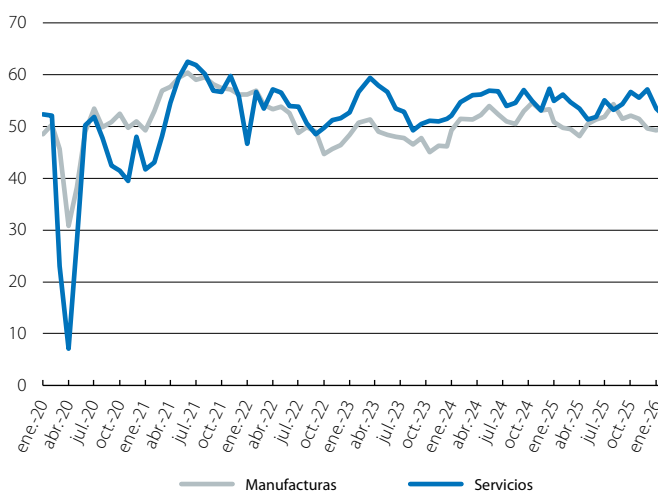
La economía española cerró 2025 con un crecimiento sólido y arranca 2026 con registros todavía dinámicos, aunque algo inferiores a los del año pasado. En conjunto, los indicadores publicados hasta la fecha son coherentes con el escenario de previsiones de CaixaBank Research, detallado en el Focus [«La economía española en 2026»](#) en este mismo *Informe Mensual*, y que espera un crecimiento del PIB del 2,4% este año. Ello permite afrontar las potenciales consecuencias de la guerra que ha estallado en Oriente Próximo desde una posición algo más cómoda que la de otras economías, pero todavía es pronto para valorar las consecuencias que puede tener. Estas dependerán en gran medida de la duración del conflicto y del impacto que tenga en los precios de la energía, en las rutas comerciales y, en última instancia, en las condiciones financieras globales y en la confianza de los agentes. Hoy en día, los riesgos están claramente sesgados a la baja.

Consumo y empleo de menos a más. Los indicadores disponibles para el 1T muestran una economía todavía resiliente, especialmente frente al mal tiempo que ha azotado a varias comunidades autónomas en el tramo inicial del año. Por un lado, el [Monitor de consumo de CaixaBank Research](#) refleja el impacto del mal tiempo durante las primeras semanas de febrero, aunque los últimos datos ya muestran una clara mejora. Así, mientras en la primera quincena del mes el gasto en consumo apenas creció en términos interanuales, en la segunda semana, este cogió impulso y aumentó, en promedio, un 3,2%. Como referencia, en el 4T 2025, el ritmo de crecimiento se situó en el 4,6%. Más allá de las cifras agregadas, cabe mencionar que la desaceleración se concentró en moda, transporte y ocio y hostelería, mientras que el gasto en el resto de las categorías ha vuelto a presentar un comportamiento dinámico.

El mercado laboral también ha iniciado el año de menos a más. En enero, el ritmo de creación de empleo fue de apenas 17.000 afiliados en términos intermensuales y desestacionalizados, lejos de los 42.000 registrados en promedio en 2025. En cambio, en febrero el avance ha sido de 45.000 afiliados, una cifra acorde con el ritmo de crecimiento dinámico del pasado año y que apunta a que el bache de principios de 2026 fue temporal. De hecho, en los dos primeros meses del año, el ritmo medio de creación de empleo desestacionalizado alcanza los 31.000 afiliados mensuales. Si esta dinámica se mantiene a lo largo del año, las nuevas altas en 2026 superarían aproximadamente las 375.000, un registro solo ligeramente inferior al previsto, de 400.000 afiliaciones netas, sin incluir el efecto de la regularización extraordinaria anunciada por el Gobierno.

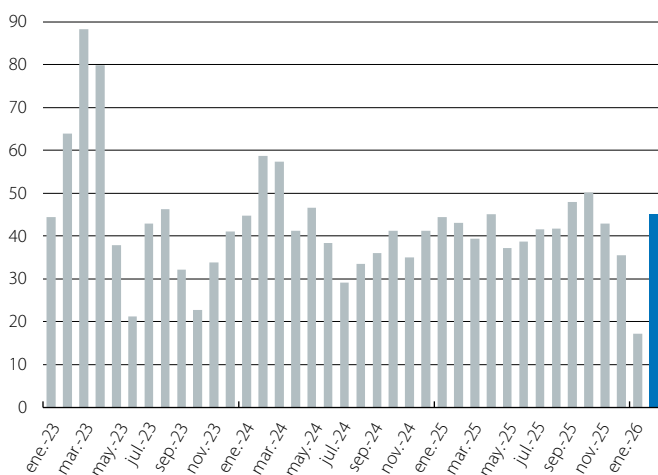
El crecimiento de la actividad se modera. Por el lado de la oferta, los índices PMI también sugieren que el ritmo de crecimiento sigue siendo positivo y relativamente dinámico, aunque probablemente algo más moderado. Por un lado, el PMI manufacturero parece haber tocado fondo tras varios meses de debilitamiento, aunque sigue en registros relativamente bajos. Concretamente, en febrero se situó en los 50 puntos, un nivel que

España: PMI Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social* Variación intermensual (miles de personas)



Nota: * Serie corregida de estacionalidad.

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

España: precio de la vivienda Variación interanual (%)



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

suele delimitar la zona expansiva de la contractiva y que es ligeramente superior al registro de enero. Sin embargo, el promedio en el 1T se sitúa en los 49,6 puntos, claramente por debajo de los 51,1 puntos del 4T 2025. El índice PMI de servicios también se está debilitando respecto a los registros con los que finalizó 2025. En febrero, se situó en los 51,9 puntos, lo que deja el promedio en lo que llevamos de 1T 2026 en 52,7 puntos, claramente por debajo de los registros con los que cerró 2025.

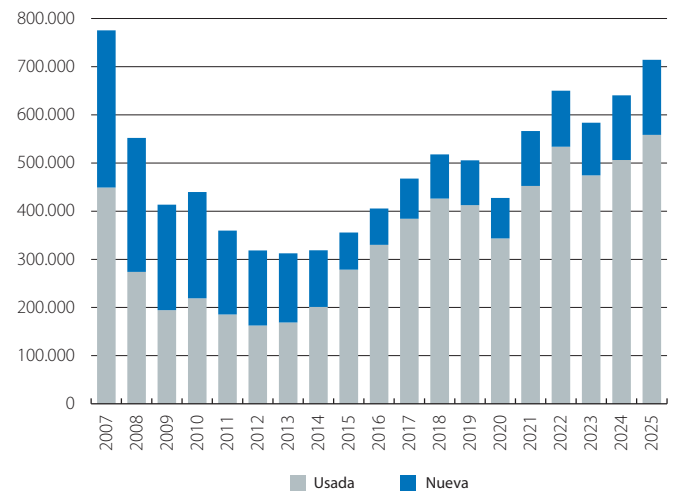
La demanda de vivienda se estabiliza. El mercado de la vivienda ofrece una tendencia similar a la del resto de indicadores: el nivel de actividad es elevado, pero el ritmo de crecimiento pierde fuerza. Ello queda reflejado en la evolución de las compraventas: 2025 cerró con 714.237 transacciones, un nivel históricamente elevado (entre los años 2014 y 2019 se cerraron 428.000 transacciones al año en promedio). Sin embargo, el ritmo de crecimiento se ha ido debilitando en los últimos meses: durante el primer semestre del año, el crecimiento de las compraventas promedio fue del 20,9% interanual, un dato que contrasta con el 4,5% promedio del segundo.

De todas formas, la presión de la demanda continúa trasladándose a los precios en un contexto en el que la oferta crece a un ritmo más moderado. El valor tasado de la vivienda libre del MIVAU avanzó un 13,1% interanual en el 4T, el mayor incremento del ciclo actual. Aunque los precios alcanzan nuevos máximos nominales, en términos reales se mantiene todavía un 25% por debajo de los niveles de 2007. En conjunto, los datos recientes refuerzan un escenario caracterizado por el déficit estructural de vivienda, que probablemente seguirá ejerciendo presión sobre los precios.

La inflación se estabiliza en cotas moderadas. La moderada desaceleración de la economía española está yendo acompañada de una reducción de las presiones inflacionistas. En febrero, la inflación se mantuvo en el 2,3%, lejos de los registros cercanos al 3% con los que cerró 2025. Nuestro escenario de previsiones espera que la inflación se consolide en valores similares a los actuales, lo que debería ayudar a que el crecimiento del consumo privado, y de la actividad en general, siga siendo dinámico, pero el aumento de los precios de la energía que está causando la guerra que ha estallado en Oriente Próximo podría reactivar las presiones inflacionistas los próximos meses.

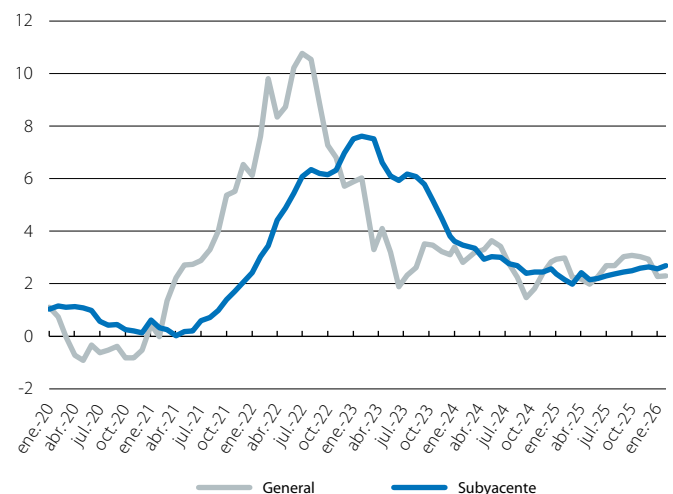
La cuenta corriente resiste pese al deterioro del contexto internacional. A pesar del difícil contexto internacional, el sector exterior se ha mantenido como una palanca de apoyo para la economía española hasta la fecha. En 2025, la cuenta corriente cerró con un superávit del 2,9% del PIB, un nivel algo inferior al 3,2% del año anterior, pero todavía por encima del promedio del 2,3% durante el periodo 2014-2019. Bajo este resultado global se esconden dinámicas contrapuestas. Por un lado, la balanza comercial se deterioró notablemente en un entorno marcado por el aumento de aranceles y la reducción de los flujos comerciales con EE. UU. Sin embargo, este deterioro fue compensado por la mejora del superávit de servicios, que alcanzó el 7,1% del PIB, gracias al dinamismo de las exportaciones de servicios no turísticos, mientras que el superávit turístico registró una ligera desaceleración.

España: compraventas de vivienda (Unidades)



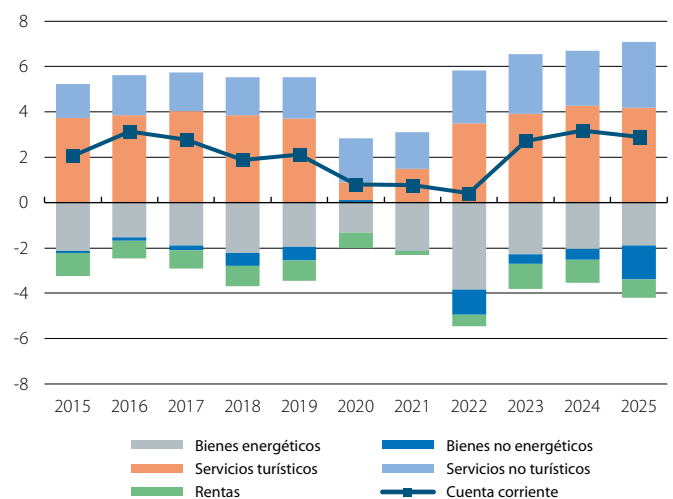
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: IPC Variación interanual (%)



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

España: balanza de pagos Saldo sobre el PIB (%)



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

La economía española en 2026

El escenario de previsiones de CaixaBank Research para la economía española, cerrado antes del estallido de la guerra en Irán, contempla un crecimiento dinámico en 2026, aunque más moderado que el de los últimos años. La demanda interna y, especialmente, el consumo privado y la inversión iniciaron el año con suficientes bazas para crecer con fuerza y seguir liderando la recuperación. Sin embargo, el estallido del conflicto en Oriente Próximo abre un nuevo capítulo de incertidumbre económica y política a nivel global.

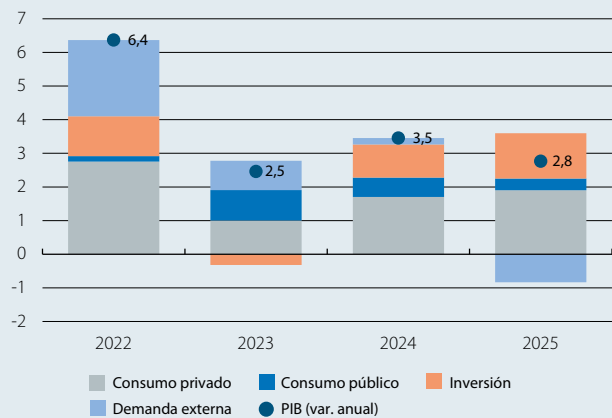
Las consecuencias económicas de este conflicto dependerán de su alcance regional y de su duración, así como del daño que sufran las infraestructuras energéticas de la zona. En este sentido, todavía es pronto para valorar el impacto que puede tener para la economía española. A cierre de este informe, el repunte de los precios de la energía ha sido notable, pero los mercados descuentan que podría ser transitorio; el repunte de las expectativas de inflación también ha sido moderado, y las primas de riesgo soberano siguen en niveles relativamente bajos. Estos son algunos de los canales a través de los que la economía española podría verse afectada, por lo que su evolución se deberá seguir de cerca los próximos meses.

La economía cerró 2025 con buen pie

2025 fue un buen año para la economía española. A pesar de los desafíos arancelarios, el PIB avanzó un destacable 2,8%, casi el doble que el 1,5% del conjunto de la eurozona. La composición del crecimiento confirmó el viraje de las fuentes de crecimiento. La demanda interna y, en especial, el consumo privado y la inversión fueron el motor de la expansión, mientras que la demanda externa neta restó crecimiento por primera vez en años (véase el gráfico). Esta aportación negativa no implica una pérdida de competitividad –como explicamos en el Focus «Las exportaciones españolas frente a los desafíos para su competitividad» en este mismo *Informe Mensual*–, sino que refleja el débil avance de nuestro principal socio comercial, el giro proteccionista de EE. UU. y el fuerte aumento de las importaciones ligadas a la inversión y, en menor medida, al consumo.

El crecimiento del 4T 2025 fue mejor de lo esperado: el PIB avanzó un 0,8% intertrimestral, superando la previsión inicial del 0,5%. Del mismo modo que en el conjunto del año, el impulso vino del consumo privado y de la inversión, mientras que el sector exterior restó crecimiento pese al avance de las exportaciones. Esta sorpresa positiva sitúa la economía española en un mejor punto de partida con el que encarar el año 2026, y añade 0,2 p. p. a la previsión de crecimiento anual de forma mecánica por el llamado efecto arrastre.

España: desglose del crecimiento del PIB
(p. p. y variación anual)



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

Tras el buen cierre de 2025, los indicadores de actividad, empleo y consumo disponibles para 2026 presentan un perfil más irregular. Los primeros datos de afiliación a la Seguridad Social y los índices PMI muestran cierta moderación respecto al trimestre anterior, en parte debido a las disrupciones provocadas por el mal tiempo. El indicador de consumo de CaixaBank Research también presenta una pérdida temporal de impulso debido al mal tiempo: en enero, creció un 4,0% interanual, un registro muy similar al de 2025; en las dos primeras semanas de febrero, el ritmo de avance se redujo por debajo del 1%, pero los últimos datos ya apuntan a cierta recuperación. El escenario de previsiones contempla un crecimiento del 0,5% en el 1T 2026, pero a tenor de todo ello los riesgos se han ido desplazando a la baja.

Supuestos subyacentes del escenario

La economía española se ha beneficiado de varias dinámicas que podrían mantenerse en el tiempo y seguir impulsando la actividad. La población creció un 1,0% en 2025, muy por encima del ritmo promedio del 0,4% registrado entre 2014 y 2019, gracias sobre todo a los flujos de inmigración. Aunque estos flujos podrían moderarse, es probable que continúen sosteniendo el crecimiento demográfico en los próximos años.

El mercado laboral ha logrado absorber el aumento de población, y la tasa de empleo –ocupados sobre la población mayor de 16 años– siguió creciendo: pasó del 52,1% en 2024 al 52,8% en 2025. Nuestro escenario asume que esta tendencia se mantiene los próximos trimestres, ya que no observamos señales claras de tensionamiento. Prueba de ello es que el indicador salarial de CaixaBank

Research muestra que los salarios del sector privado crecieron un 2,7% en promedio en 2025, por debajo del 3,3% registrado en 2024, lo que sugiere ausencia de presiones salariales generalizadas.

Además, en 2025, se inició un potente ciclo inversor, especialmente en bienes de equipo. Este tipo de ciclos suele mostrar una elevada persistencia, por lo que, mientras las condiciones macrofinancieras sigan siendo acomodaticias y la incertidumbre no aumente de forma persistente, la inversión podría mantener cierto dinamismo los próximos años.

En el plano internacional, la principal incógnita es el precio de la energía. Antes del estallido del conflicto, anticipábamos una moderación gradual. En los primeros compases del conflicto, el precio del Brent y del gas natural han repuntado de forma notable. Aunque se trata de aumentos significativos, de momento son inferiores a los registrados en 2022. Si estos repuntes se mantienen durante un periodo limitado, su impacto sobre el crecimiento y la inflación sería acotado, de apenas algunas décimas. Bajo este supuesto, la perturbación inflacionista sería temporal y el BCE podría mantener los tipos de interés en los niveles actuales. No obstante, la incertidumbre es especialmente elevada en esta dimensión.

En relación con los mercados exteriores, el escenario de previsiones se sustenta en la hipótesis de un crecimiento moderado de los principales destinos de exportación, de alrededor del 2% en 2026 (2,8% en 2025, 4,3% entre 2017 y 2019), pero podría ser inferior en función de cómo evolucione el conflicto en Oriente Próximo.¹ Por tanto, las exportaciones españolas probablemente seguirán avanzando a un ritmo contenido.

Escenario de previsiones

El escenario de previsiones asume que en 2026 la economía española mantiene buena parte de las dinámicas que marcaron 2025, aunque en función de la evolución del conflicto en Irán podrían verse más o menos afectadas. En principio, la demanda interna –sostenida por el consumo y la inversión– podría seguir siendo el principal motor del crecimiento. En cambio, se espera que las exportaciones mantengan un papel más discreto debido a la debilidad del comercio global. Al mismo tiempo, el avance previsto de las importaciones para atender la demanda interna haría que la demanda externa reste crecimiento. Tras el 2,8% registrado en 2025, el escenario prevé que el PIB crezca un 2,4% en 2026 y un 2,0% en 2027.

El consumo privado podría contar con el apoyo de las bajadas de tipos de interés, el crecimiento demográfico impulsado por la inmigración, la solidez del mercado laboral y la gradual reducción de la tasa de ahorro. Por su parte, la inversión también se podría beneficiar de los menores tipos de interés y el apoyo continuado de los fondos NGEU. Este 2026 es un año clave para estos fondos, ya que es el último año de vigencia, y nuestro escenario supone que se logrará ejecutar la totalidad antes de la fecha límite, lo que implicaría una ligera aceleración del ritmo de ejecución. Si entre 2023 y 2025 se ejecutaron en promedio unos 15.000 millones anuales, en 2026 se asume que se ejecutarán alrededor de 16.000 millones. Por componentes, se contempla un mayor impulso de la inversión residencial, mientras que la inversión en equipo se espera que crezca a un ritmo más moderado.

Por otro lado, el escenario contempla una moderación de la inflación hasta cotas cercanas al 2,4%, frente al 2,7% de 2025. Sin embargo, el repunte de los precios de la energía a raíz del conflicto en Oriente Próximo introduce riesgos al alza en este sentido. Más allá de las dudas sobre la futura evolución del componente energético, cabe notar la resistencia de los precios de los servicios a moderarse y cierta reactivación de las presiones de los precios de los alimentos.

La incertidumbre que rodea las previsiones del mercado laboral también es elevada. Este cerró 2025 con un tono muy sólido, incluso acelerando el ritmo de crecimiento en el tramo final del año. En este contexto, el crecimiento del empleo arrancó 2026 con unas perspectivas relativamente favorables y así lo refleja nuestro escenario de previsiones, que contempla un crecimiento de la ocupación del 2,3% este año y una reducción de la tasa de paro de hasta el 9,8%. Pero también en este ámbito podría notarse el impacto de la guerra en Oriente Próximo si afecta a los precios de la energía, el comercio global o las condiciones financieras.

En definitiva, la economía española arrancó el año con suficientes bazas para seguir creciendo de forma notable, pero el estallido de la guerra en Irán hace que vuelva a ser muy difícil cualquier ejercicio de previsiones. En función de la duración, la intensidad y el alcance geográfico del conflicto, el impacto será más o menos pronunciado. Para ir calibrándolo, los próximos meses cabrá seguir de cerca la magnitud y persistencia esperadas del repunte de los precios de la energía y las potenciales afectaciones en los flujos comerciales globales, así como la resistencia de las condiciones financieras.

Oriol Carreras Baquer

1. Para más información acerca del cálculo de los mercados de exportación, véase el artículo [«¿Cómo afectará a la economía española el comportamiento de sus principales mercados de exportación?»](#), en el IM11/2025.

El sector exterior español sorprendió positivamente en 2025

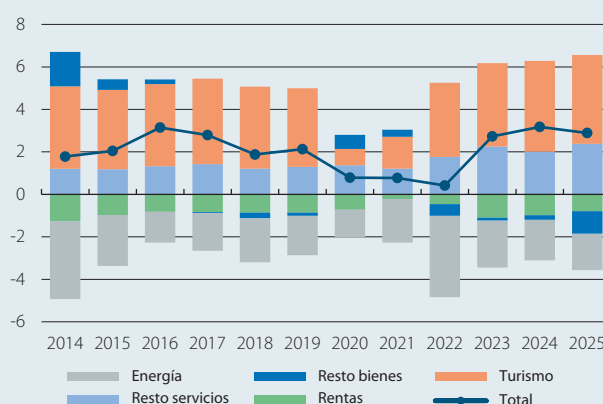
El complejo entorno internacional en 2025 –marcado por el endurecimiento de la política arancelaria de EE. UU., la desaceleración del comercio global y un nivel de incertidumbre elevado– hacía presagiar un fuerte deterioro en el saldo por cuenta corriente de la economía española, que venía mostrando un excelente comportamiento con superávits ininterrumpidos desde 2012. Estos factores nos llevaron a revisar a la baja, a mediados de 2025, la previsión de superávit de cuenta corriente hasta el 2,3% del PIB. Sin embargo, el balance ha sido mejor de lo previsto, gracias a otros factores más favorables, como la contención de los precios internacionales de la energía y el dinamismo de las exportaciones de servicios, tanto del turismo como, sobre todo, de los servicios no turísticos. En consecuencia, el desgaste de la balanza por cuenta corriente fue muy limitado y arrojó un superávit del 2,9% del PIB, apenas 3 décimas menos que el registro histórico de 2024.

Por partidas, el déficit de la balanza de rentas en 2025 se situó en el 0,8% del PIB, ligeramente inferior al anotado el año anterior (1,0%), pero muy similar al promedio que viene registrando desde 2014. Esta balanza, que presenta un déficit crónico ligado a la posición deudora de la economía española frente al exterior,¹ está vinculada, principalmente, al pago de intereses y dividendos a inversores extranjeros (rentas primarias) y a transferencias corrientes procedentes de la UE, entre las que destacan los fondos NGEU (rentas secundarias). Con información aún incompleta (enero-septiembre), la intensa corrección del déficit de rentas primarias (–0,2% del PIB vs. –0,4% un año antes), fruto de la caída de los tipos de interés, contrasta con la estabilización del déficit de rentas secundarias (–0,7% del PIB).

Por lo que respecta al déficit comercial de bienes, aumentó con fuerza hasta el 2,8% del PIB (2,1% en 2024),² lastrado por el fuerte deterioro del saldo de bienes no energéticos, en un contexto caracterizado por una demanda interna más dinámica que impulsó las importaciones, sobre todo las de bienes de equipo, y una desaceleración de la demanda externa, en línea con el escaso vigor de la eurozona, el principal destino de nuestras exportaciones. También contribuyeron al comportamiento menos favorable de las exportaciones la fortaleza del euro (se apreció casi un 14% frente al dólar) y la mayor competencia

España: balanza por cuenta corriente

(% sobre el PIB)

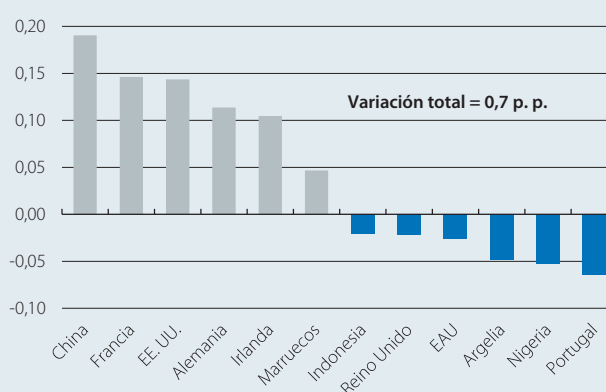


Nota: Datos de comercio de bienes energéticos según la clasificación CUCI.

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

España: contribución a la variación del déficit comercial en 2025

(p. p. de PIB)



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

internacional, agudizada por las tensiones arancelarias globales y las estrategias de diversificación de mercados. Todo ello explica el escaso crecimiento de las exportaciones españolas no energéticas, apenas un 1,8%, un ritmo muy inferior al de las importaciones (6,7%). En el caso de la balanza energética, su comportamiento fue más favorable y su tradicional déficit registró una intensa corrección, en sintonía con el abaratamiento de las importaciones (el precio del barril de petróleo Brent cayó un 18,6% en dólares).

Uno de los elementos más destacados del panorama internacional de 2025 fue el aumento de aranceles por parte de EE. UU. La exposición del sector exportador español a la economía norteamericana es reducida (con datos de 2024, las exportaciones de bienes españolas hacia EE. UU. representan el 1,1% del PIB, frente al 3,2% de la UE), lo que ha

1. Véase el Focus «La balanza de rentas se resiente de la subida de tipos de interés» en el IM04/2024.

2. Se trata de una estimación, ya que los datos de cierre de la cuenta de bienes de la balanza de pagos no se conocerán hasta el próximo 24 de marzo. El saldo en términos de la balanza de pagos es ligeramente distinto al saldo en términos de aduanas. Para más información sobre las diferencias entre ambos, véase el Focus «Excelentes registros del sector exterior en 2024» en el IM03/2025.

amortiguado el impacto directo.³ No obstante, a la fuerte caída de las ventas a EE. UU. (–8,0%), sobre todo de aceites, productos químicos y derivados del petróleo, se añaden las vigorosas importaciones (+7,0%), impulsadas en los últimos años por la partida energética.⁴ Ello resulta en una notable ampliación del déficit comercial con EE. UU., que, a su vez, explica una parte sustancial del deterioro del saldo comercial total (véase el segundo gráfico).

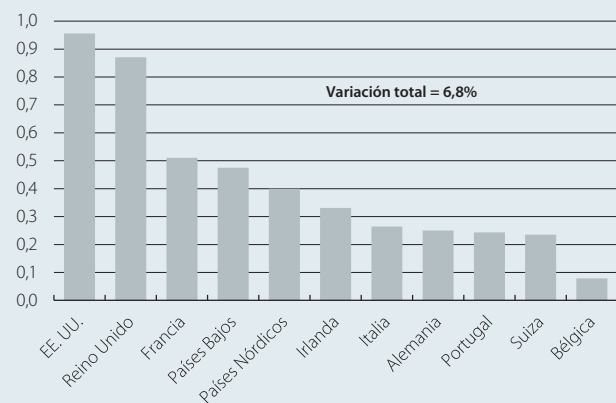
En cuanto a la balanza de servicios, sigue anotando superávits récord. Por un lado, el turismo volvió a ser el motor de la balanza corriente, demostrando gran resiliencia pese a la desaceleración económica global, con un superávit que se mantuvo muy cerca de los máximos históricos (4,2% del PIB vs. 4,3% anterior).⁵ Por su parte, la depreciación del dólar frente al euro no mermó la llegada de viajeros estadounidenses, uno de los mercados de mayor gasto medio.⁶ Al contrario, fue el mercado que más contribuyó al crecimiento del gasto total y, dentro de los no europeos, el que más aportó al crecimiento de la entrada de turistas (véase el tercer gráfico).

Por lo que respecta a los servicios no turísticos, que han ido ganando peso en el sector exterior español durante los últimos años, mostraron un comportamiento mejor de lo esperado. Actividades como transporte, servicios financieros, consultoría y servicios digitales registraron una evolución muy positiva, favorecida por la creciente externalización de empresas europeas y la consolidación de España como polo de servicios corporativos avanzados. Este dinamismo permitió elevar el superávit de esta subbalanza 4 décimas, hasta el 2,4% del PIB, lo que supone un nuevo máximo histórico. Con datos hasta septiembre, las exportaciones crecen el doble que las importaciones (15,4% interanual vs. 7,7%), de forma que el superávit se disparó un 33,0% interanual. Por tipo de servicio, solo propiedad intelectual y seguros y pensiones registran déficits, mientras que sobresale la notable mejoría del superávit de transporte.

En definitiva, los datos de 2025 refuerzan el diagnóstico de un sector exportador español robusto. En una mirada de largo plazo, el superávit por cuenta corriente entre 2023 y 2025 tomó un promedio de 0,6 p. p. por encima del promedio de 2017-2019. El notable aumento en las últimas décadas del peso de las exportaciones de bienes no ener-

España: contribución a la variación del gasto turístico en 2025

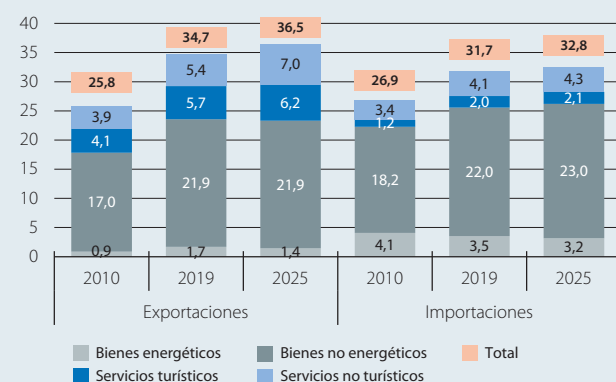
(p. p.)



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

España: exportaciones e importaciones de bienes y servicios

(% sobre el PIB)



Nota: Datos de comercio de bienes según la clasificación CUCI.

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

géticos y de servicios –turísticos y no turísticos– (véase el último gráfico) refleja una diversificación creciente del sector exterior. En este contexto, y como se detalla en el Focus «Las exportaciones españolas frente a los desafíos para su competitividad» de este mismo informe, el empeoramiento del saldo de bienes no energéticos de este año parece explicarse especialmente por la debilidad de nuestros principales socios comerciales y por el avance de las importaciones ligado al repunte inversor, más que por un deterioro de la competitividad.

Sergio Díaz Valverde

3. Para más información véase el artículo «Tensiones arancelarias y reconfiguración de los flujos comerciales: impacto en España» en el Observatorio Sectorial 1S 2025.

4. Desde el estallido de la guerra en Ucrania, se ha disparado la dependencia de gas natural licuado (GNL) estadounidense. Véase el Focus «La relevancia de los intercambios comerciales de bienes entre España y EE. UU.», en el IM12/2024.

5. Esta ligera reducción del superávit se debe, principalmente, al fuerte crecimiento de los pagos de turismo, muy superior al de los ingresos (15,3% vs. 6,9%).

6. El gasto medio por turista estadounidense fue de 2.296 euros, un 65% por encima de la media (1.392 euros).

Las exportaciones españolas frente a los desafíos para su competitividad

En los últimos tres años, el sector exterior español ha mejorado notablemente su posición: el superávit por cuenta corriente pasó de representar un 0,4% del PIB en 2022 a cerca del 3% del PIB en 2025, lo que refleja una mayor capacidad de financiación frente al resto del mundo. Esta mejora se da, sin embargo, en un contexto en el que la inflación española en los últimos dos años ha mantenido un diferencial ligeramente positivo con respecto al promedio de la eurozona, coincidiendo además con un euro que ha tendido a apreciarse frente al dólar en este periodo. Ante el posible encarecimiento de las exportaciones derivado de estas condiciones, evaluamos su impacto sobre la competitividad en precio y costes de las ventas al exterior y analizamos cómo se sitúa hoy la cuota exportadora española en un escenario global de crecientes tensiones comerciales en el que los márgenes para competir parecen estrecharse.

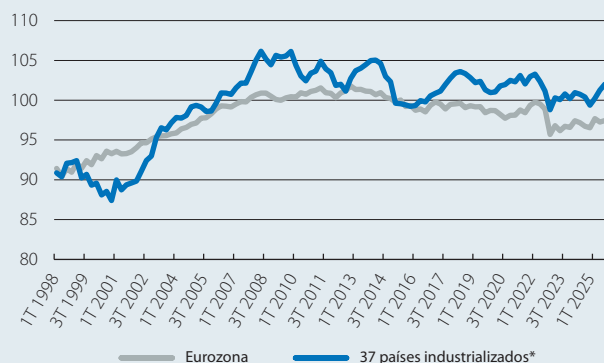
Como medida de la competitividad por precios, utilizaremos el tipo de cambio efectivo real (TCER), que mide el tipo de cambio nominal de España promediado frente a un conjunto de socios comerciales, ajustado por la inflación relativa según el IPC armonizado. El ajuste por la inflación captura las diferencias de precios al consumo entre España y sus contrapartes. Por lo tanto, si el TCER sube, significa que España pierde competitividad, ya que sus exportaciones se encarecen y las importaciones se abaratan en términos relativos, y viceversa.

En el primer gráfico, comparamos el TCER frente a la eurozona y a un grupo de 37 países industrializados. En la comparación con la eurozona, al compartir moneda, el componente del tipo de cambio nominal no opera y la lectura equivale a comparar precios relativos. Tras un punto de inflexión en el último trimestre de 2022 (cuando la inflación en España subió menos que en otros países de la eurozona), vemos un modesto deterioro de competitividad hasta el último trimestre de 2025, que nos deja, no obstante, en un nivel aún más competitivo que el que teníamos en 2019. Frente al conjunto de 37 países, el repunte reciente del TCER es más marcado debido al impacto de la apreciación del euro. A pesar de ello, nos mantenemos en niveles comparables a los que teníamos antes de la pandemia.

Por otro lado, podemos analizar también la evolución del TCER deflactado por el índice de coste laboral unitario (CLU) en lugar de la inflación. Este nos permite ver si, desde el lado de la producción, existe una presión a través de la relación entre salarios y productividad que pueda contribuir al encarecimiento relativo frente a otros países. En el segundo gráfico se observa que, tras un pico del TCER durante la COVID-19 debido al fuerte repunte de los CLU,

España: tipo de cambio efectivo real según el IPC

Índice (100 = 2015)



Nota: * «37 países industrializados» incluye la UE-27 más Australia, Canadá, EE. UU., Japón, Noruega, Nueva Zelanda, México, Suiza, Reino Unido y Turquía.

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

España: tipo de cambio efectivo real según coste laboral unitario

Índice (100 = 2015)



Nota: * «37 países industrializados» incluye la UE-27 más Australia, Canadá, EE. UU., Japón, Noruega, Nueva Zelanda, México, Suiza, Reino Unido y Turquía.

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

España ha recuperado competitividad de forma clara frente a los costes de la eurozona, aunque se sitúa en peor posición que en 2019. Frente al grupo de 37 economías industrializadas, la mejora que se produjo en 2020 ha tendido a moderarse y, tras un leve repunte en 2025, la posición actual es similar a la de 2019.

En conjunto, los dos gráficos muestran un panorama con matices: por el lado de precios finales se aprecia una competitividad sólida, mientras que la ligera pérdida observada recientemente proviene en mayor medida del lado de los costes laborales, cuya evolución ha sido más favorable respecto a la eurozona que frente al grupo de 37 economías industrializadas, poniendo en evidencia a su vez el efecto de la apreciación del tipo de cambio. Para saber si estas tensiones se han traducido realmente en un retroceso en nuestra posición exterior, complementamos el análisis

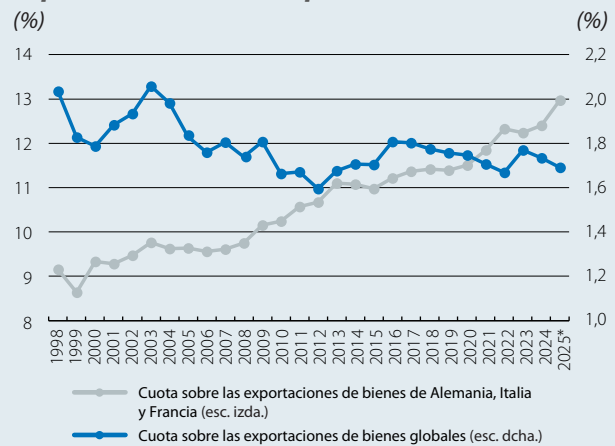
sis examinando la evolución de la cuota española de exportaciones de bienes y servicios. Esta medida resulta útil porque la competitividad puede evaluarse además de precio y coste, desde otras dimensiones como innovación, complejidad o nivel de tecnología de las exportaciones.¹ En este sentido, la cuota exportadora refleja cómo el conjunto de factores que influyen en el comercio internacional termina materializándose en las ventas al exterior.

En el tercer gráfico destaca la ganancia de España frente a Alemania, Italia y Francia: la cuota española sobre las exportaciones de bienes de este grupo ha seguido aumentando y se sitúa ya en un 13%, frente al 11,4% de 2019. Esta mejora se explica porque, en el periodo 2020-2025, las exportaciones españolas de bienes crecieron un 30%, frente a un crecimiento del 12% en el conjunto de estos tres países. A su vez, la participación de España en el comercio mundial se ha mantenido estable, alrededor del 1,7% en los últimos años, lo que indica que España no ha perdido presencia en el comercio global de bienes pese a las dinámicas de inflación y del tipo de cambio. Esta capacidad de mantener cuota durante este periodo resulta aún más destacable en un contexto en el que la cuota de exportaciones de China, y de otras economías asiáticas como Vietnam y Taiwán, ha crecido de manera imparable.

Respecto a la cuota de exportaciones de servicios sobre el total mundial, España recupera en el último año su nivel prepandemia, un resultado especialmente positivo si se compara con Alemania, Italia y Francia, que pierden cuota. En paralelo, EE. UU., pese a seguir siendo el líder del sector, cede algo de terreno en el reparto global, mientras que China y el Reino Unido ganan cuota en los últimos años. Si analizamos los servicios turísticos en particular, el desempeño de España es destacable. Nuestra cuota mundial se sitúa en torno al 6%, por delante de Francia (alrededor del 4%), Italia (3,5%) y Alemania (2,5%), y 1 p. p. por encima del nivel registrado en 2019, consolidando a España como uno de los principales exportadores de servicios turísticos de Europa. Si nos centramos en tan solo los servicios no turísticos, tras el excepcional crecimiento del sector a partir de 2021, obtenemos que España ha sabido defender su cuota de mercado en un entorno en el que Alemania, Italia, Francia y EE. UU. han retrocedido, aunque sin mejorarla, dado que el volumen de exportaciones mundiales también ha aumentado de forma pronunciada.

En conjunto, los indicadores analizados sugieren que, pese al diferencial inflacionista y a la apreciación del euro en los últimos años, no se observa un deterioro relevante de la competitividad exterior de España. Esto, en combinación con unas cuotas de exportación estables o al alza tanto en bienes como en servicios, apunta a que la econo-

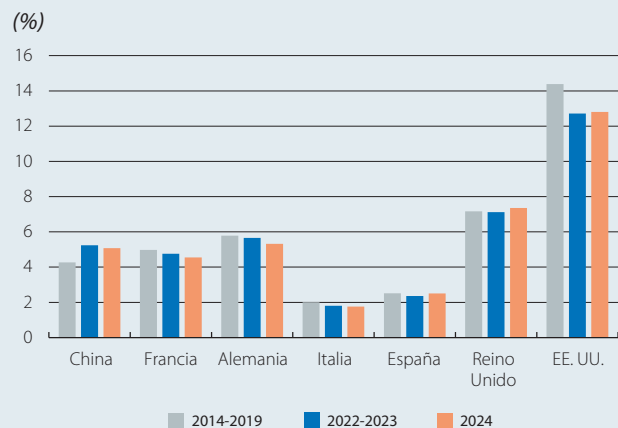
España: cuota de las exportaciones de bienes



Nota: * Datos hasta el 3T, acumulado de cuatro trimestres.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Comercio.

Cuota de las exportaciones de servicios sobre el total mundial



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Comercio.

mía española ha logrado mantener su posición competitiva en un entorno exigente. Este desempeño podría estar asociado a un esfuerzo diversificador de nuestro sector exportador, o a la capacidad de competir en otras dimensiones, que habría compensado parcialmente el impacto del mayor nivel de precios relativos. Todo ello adquiere aún más relevancia en un entorno global en el que China continúa ampliando su peso y en el que varias economías europeas e incluso EE. UU. han cedido posiciones.

Catalina Becu

1. Véase el Focus: [¿Se exporta tecnología y complejidad desde España?](#) en el IM07/2025.

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	12/25	01/26	02/26
Industria									
Índice de producción industrial	0,4	1,3	-0,6	1,5	2,5	1,7	-0,3	0,3	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-4,9	-4,8	-5,0	-5,4	-5,0	-3,8	-3,5	-2,5	-2,2
PMI de manufacturas (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	49,6	49,2	50,0
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	16,7	8,8	20,1	14,8	7,9	8,8	8,8	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	9,7	11,5	17,0	22,9	18,7	11,5	11,5	...	...
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	3,0	...
PMI de servicios (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	57,1	53,5	51,9
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	1,8	4,3	3,4	5,1	4,5	4,3	2,9	...	...
Matriculaciones de automóviles	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	-2,2	1,1	7,5
Indicador de sentimiento económico (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,7	104,4	104,6	106,2	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	2,4	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	12/25	01/26	02/26
General	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	2,9	2,3	2,3
Subyacente	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7

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	12/25	01/26	02/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,2	0,7	3,3	2,0	0,8	0,7	0,7	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,2	4,1	4,6	4,6	4,6	...	...
Saldo corriente	50,7	48,7	47,8	48,6	48,7	48,7	48,7	...	...
Bienes y servicios	66,3	62,6	63,5	63,7	62,1	62,6	62,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	-15,7	-13,8	-15,7	-15,1	-13,4	-13,8	-13,8	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	68,7	67,4	66,6	67,6	67,1	67,4	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	12/25	01/26	02/26
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	5,1	4,8	4,6	3,9	4,9	4,8	4,8	5,1	...
A la vista y preaviso	2,0	6,7	3,1	5,0	7,2	6,7	6,7	7,2	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	23,5	-4,7	12,6	-1,5	-6,6	-4,7	-4,7	-4,9	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	23,1	4,9	24,4	25,5	7,2	4,9	4,9	5,3	...
TOTAL	6,3	4,8	5,9	5,4	5,1	4,8	4,8	5,2	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	3,5	1,7	2,6	2,8	3,5	3,5	3,4	...
Empresas no financieras	0,4	2,9	1,6	2,5	2,3	2,9	2,9	2,6	...
Hogares - viviendas	0,3	3,5	1,4	2,3	2,9	3,5	3,5	3,7	...
Hogares - otras finalidades	2,3	4,5	3,1	-261,4	-278,2	4,5	4,5	4,7	...
Administraciones públicas	-2,6	10,7	-0,3	5,3	12,9	10,7	10,7	6,6	...
TOTAL	0,5	3,9	1,6	2,7	3,4	3,9	3,9	3,6	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,3	2,7	3,2	3,0	2,9	2,7	2,7	...	...

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.

Inicio de año tormentoso para la economía portuguesa

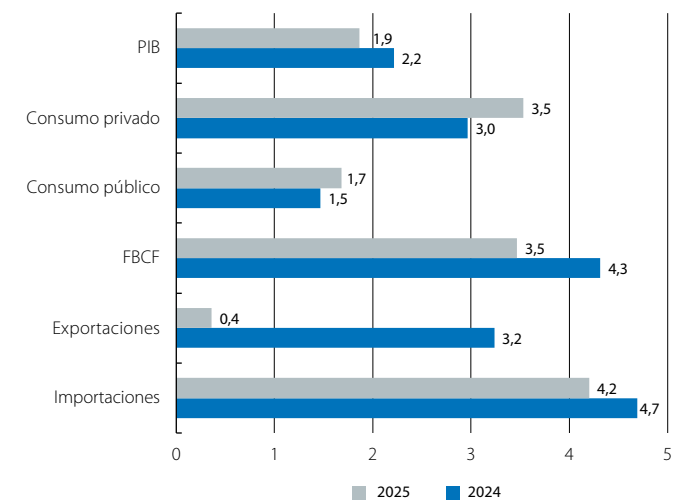
En 2025, la economía lusa creció un 1,9%, impulsada por la demanda interna, que contribuyó con 3,7 p. p., en especial por el crecimiento del consumo privado. La contribución de la demanda externa fue negativa (-1,8 p. p.), resultado de una fuerte desaceleración de las exportaciones (0,4% vs. 3,2% en 2024), mientras que las importaciones siguieron creciendo a buen ritmo, empujadas por el dinamismo del consumo y la inversión. En el 4T, el crecimiento intertrimestral se situó en el 0,9% (revisado +0,1 p. p.), lo que sitúa el efecto arrastre para 2026 en un 1,2% (es decir, el crecimiento anual, si se registrara un crecimiento intertrimestral del 0% en los cuatro trimestres). En este contexto, nuestro escenario contempla una previsión del 2,1% para 2026.

La previsión para 2026 incorpora los impactos que las condiciones meteorológicas adversas podrían tener en el crecimiento económico. Aunque la magnitud del efecto de estos eventos es todavía incierta, se puede esperar un impacto negativo en el 1T y un impulso a la actividad en los trimestres siguientes, como consecuencia de la recuperación de la actividad y del esfuerzo de reconstrucción de las áreas afectadas, que podría compensar en su práctica totalidad las pérdidas registradas a principios de año (aún no totalmente contabilizadas). Los indicadores de sentimiento de febrero –que ya incorporan el periodo de estas tormentas– revelan una evolución positiva. El indicador ESI de la Comisión Europea mejoró respecto a enero (se situó en los 104,3 puntos vs. 103,4 anterior) y el de clima económico del INE también subió, con mejoras en los servicios y en la industria. En cambio, el sentimiento en los sectores de la construcción y el comercio se deterioró, así como también el sentimiento de los consumidores.

El IPC vuelve a subir en febrero. La inflación general se situó en el 2,1%, frente al 1,9% en enero, impulsada por la fuerte variación intermensual en los precios de la alimentación no procesada (+0,5%) y de la energía (+0,9%). El efecto de las tormentas puede haber supuesto una presión adicional sobre los precios de la alimentación no procesada, un efecto que podría arrastrarse a lo largo del año, en una categoría que ya registró una inflación elevada el año pasado. La subyacente se mantuvo controlada, por debajo del 2%, y se situó en el 1,9% (vs. 1,8% anterior).

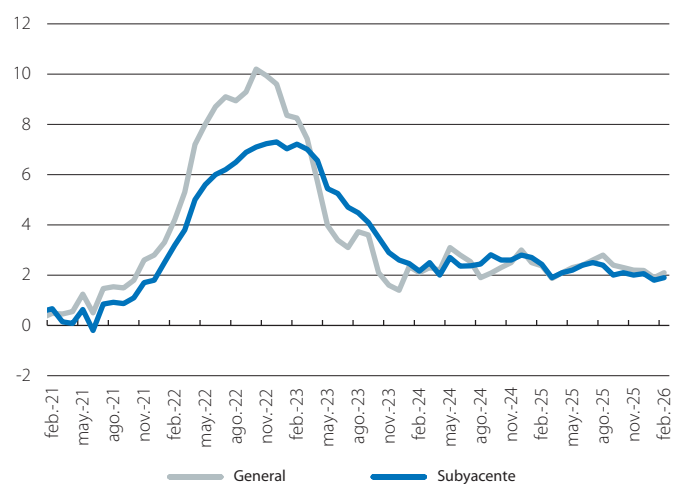
El saldo de la balanza corriente se redujo en 2025. En el acumulado del año, esta registró un excedente del 1,2% del PIB (3.799,8 millones de euros), una reducción de 1,0 p. p. respecto al registro de 2024. Esta evolución se justifica por un aumento del déficit de la balanza de bienes (+3.952 millones de euros respecto a 2024), por el aumento de las importaciones (+2.714 millones de euros) y la disminución de las exportaciones (-1.238 millones de euros). Por otro lado, el excedente de la balanza de servicios aumentó (+1.261 millones de euros respecto a 2024), esencialmente por el aumento de las exportaciones turísticas. Los datos disponibles muestran que el sector turístico se mantuvo dinámico en el 1T. En enero, el número de huéspedes aumentó un 3,8% interanual, manteniéndose una tendencia de mayor crecimiento en pernoctaciones de residentes. Mantenemos unas perspectivas de crecimiento estable, en un entorno de dinamismo del sector a nivel global.

Portugal: PIB Variación anual (%)



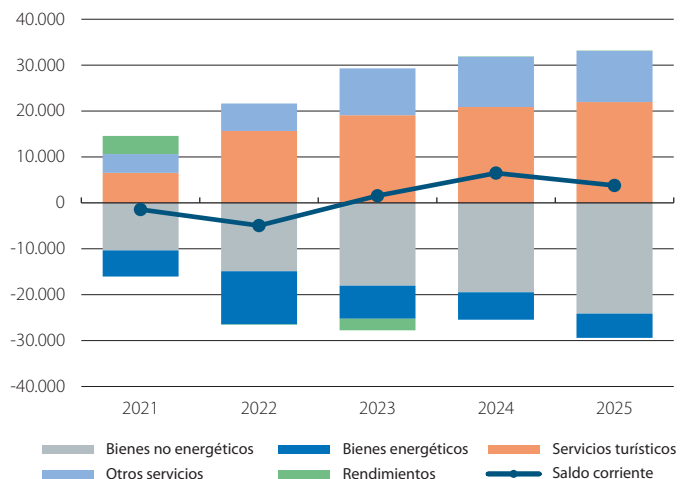
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: IPC Variación interanual (%)



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

Portugal: cuenta corriente Acumulado del año (millones de euros)



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

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	12/25	01/26	02/26
Índice coincidente de actividad	2,0	2,0	1,9	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,8	0,5	-2,3	1,2	2,8	0,5	1,8	1,2	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,2	-4,0	-5,1	-4,8	-3,4	-2,8	-2,0	-1,4	-2,1
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,5	...	40,2	19,5	7,9	...	...	...	...
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	19,1	18,7	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	4,6	4,1	2,6	1,9	1,9	1,7	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	5,6	10,1	12,5	6,6	12,9	8,4	6,6	4,7	5,0
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,3	4,8	4,5	4,8	5,4	4,4	2,8	4,6	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,8	3,4	3,9	3,5	3,1	3,1	3,2	3,3	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-15,5	-17,9	-16,2	-15,2	-14,5	-14,7	-15,3
Mercado de trabajo									
Población ocupada	1,2	3,2	2,4	2,9	3,7	3,7	3,6	2,6	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,4	6,0	6,6	5,9	5,8	5,8	5,6	5,6	...
PIB	2,1	1,9	1,6	1,7	2,2	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	12/25	01/26	02/26
General	2,4	2,3	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	1,9	2,1
Subyacente	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1	1,8	1,9

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	12/25	01/26	02/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	0,5	5,3	4,2	2,0	0,5	0,5	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	3,9	5,4	7,0	6,7	3,9	3,9	...	...
Saldo corriente	6,5	3,8	4,6	3,5	3,0	3,8	3,8	...	...
Bienes y servicios	6,4	3,7	4,9	4,0	3,5	3,7	3,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	0,1	0,1	-0,3	-0,5	-0,5	0,1	0,1	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	9,6	8,3	7,9	6,9	7,0	8,3	8,3	...	...

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	12/25	01/26	02/26
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	5,4	6,5	5,4	6,3	5,4	5,4	5,0	...
A la vista y ahorro	-0,3	8,1	5,0	5,1	8,6	8,1	8,1	7,5	...
A plazo y preaviso	15,3	3,1	7,8	5,8	4,3	3,1	3,1	2,8	...
Depósitos de AA. PP.	26,7	28,7	29,3	39,6	-0,5	28,7	28,7	25,3	...
TOTAL	7,9	6,0	7,1	6,4	6,1	6,0	6,0	5,6	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	1,9	6,6	3,3	4,9	5,8	6,6	6,6	6,7	...
Empresas no financieras	-1,0	2,8	0,1	2,2	2,4	2,8	2,8	2,4	...
Hogares - viviendas	3,0	9,3	4,9	6,4	8,0	9,3	9,3	9,6	...
Hogares - otras finalidades	5,4	7,0	5,7	6,6	6,9	7,0	7,0	7,1	...
Administraciones públicas	0,6	6,4	-8,0	3,8	4,8	6,4	6,4	5,2	...
TOTAL	1,9	6,6	2,9	4,9	5,8	6,6	6,6	6,6	...
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.



Monitor de consumo

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



Flash de divisas

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



Informe Sectorial 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.



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



Pódcast

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

© CaixaBank, S.A., 2026

© Banco BPI, 2026

Diseño y producción: www.cegeglobal.com
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

