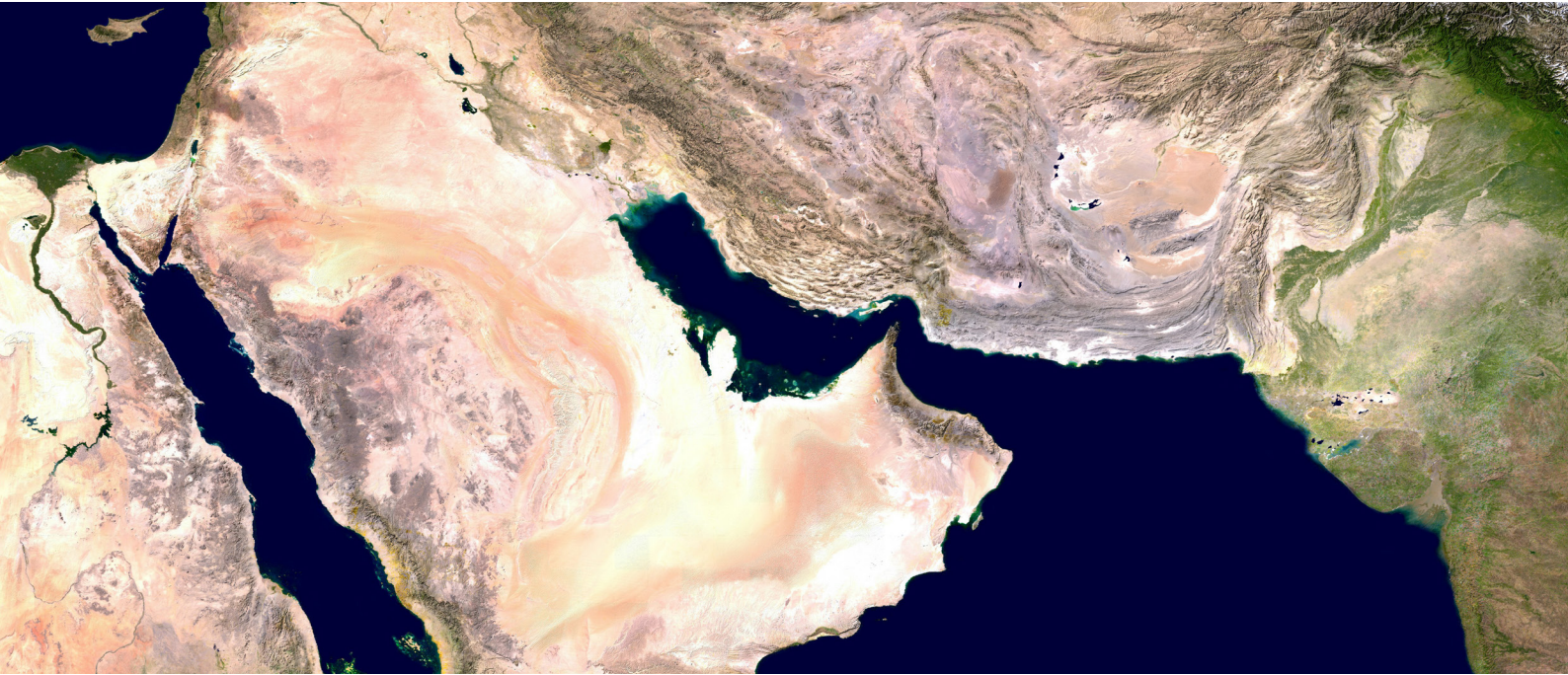


# IM04

INFORME MENSUAL  
NÚMERO 510 | ABRIL 2026



## ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*El mercado del petróleo, en el mundo de lo desconocido*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Mapa de exposición y relevancia geoeconómica de Oriente Próximo*

*Europa, ante otra crisis energética*

*Tensiones energéticas, inflación y política monetaria en la eurozona*

*¿Cuánto ha avanzado la UE con la Brújula de la Competitividad?*

## ECONOMÍA ESPAÑOLA

---

*La transmisión del ciclo de tipos de interés a los hogares españoles: evidencia micro de un ajuste moderado y una recuperación gradual*

*NGEU: la ejecución va avanzando, pero llega la hora de la verdad*

*España ante el nuevo shock energético: una comparativa con Europa*

*La crisis en Irán: cuánto puede afectar a la economía española*

## INFORME MENSUAL

Abril 2026

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

CaixaBank Research  
[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

Enric Fernández  
Economista jefe  
José Ramón Díez  
Director de Economías y  
Mercados Internacionales

Oriol Aspachs  
Director de Economía Española

Sandra Jódar  
Directora de Planificación Estratégica

Adrià Morron Salmeron y

Oriol Carreras  
Coordinadores del *Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)  
[www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt) /  
<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research>  
[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

Paula Carvalho  
Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:  
8 de abril de 2026

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 LAS CLAVES DEL MES

### 4 PREVISIONES

### 7 MERCADOS FINANCIEROS

- 10 *El mercado del petróleo, en el mundo de lo desconocido*  
Luís Pinheiro de Matos

### 14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 16 *Mapa de exposición y relevancia geoeconómica de Oriente Próximo*  
David Martínez Turégano
- 18 *Europa, ante otra crisis energética*  
Rita Sánchez Soliva
- 20 *Tensiones energéticas, inflación y política monetaria en la eurozona*
- 22 *¿Cuánto ha avanzado la UE con la Brújula de la Competitividad?*  
David Martínez Turégano

### 26 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 28 *La transmisión del ciclo de tipos de interés a los hogares españoles: evidencia micro de un ajuste moderado y una recuperación gradual*  
Eduard Alcobé, Javier García-Arenas, Alberto Graziano y Josep Mestres
- 30 *NGEU: la ejecución va avanzando, pero llega la hora de la verdad*  
Javier García-Arenas
- 33 *España ante el nuevo shock energético: una comparativa con Europa*  
Zoel Martín Vilató
- 35 *La crisis en Irán: cuánto puede afectar a la economía española*  
Oriol Carreras, Javier García-Arenas y Zoel Martín

### 38 ECONOMÍA PORTUGUESA

## Globofricción (cap. 26)

La *Globofricción* captura uno de los rasgos más característicos de la era actual: la atracción y la repulsión simultáneas entre bloques económicos. Por un lado, estos rivalizan por el liderazgo tecnológico, conscientes de que los beneficios asociados van mucho más allá de los que obtienen hoy las empresas que encabezan la innovación. Históricamente, los países que han liderado una revolución económica han acabado consolidándose como potencias globales en las décadas posteriores. Por otro lado, los bloques económicos siguen profundamente entrelazados por interdependencias comerciales y financieras. Es la fuerza de la globalización, cuyos beneficios son bien conocidos y siguen muy presentes.

No hay duda de que las fricciones se han intensificado en los últimos años, a medida que el potencial disruptivo de las nuevas tecnologías se ha hecho más evidente y que la capacidad para liderar el nuevo ciclo económico ha dejado de estar en manos de una sola potencia, léase EE. UU. El aumento de las barreras comerciales a escala global es, probablemente, uno de los fenómenos que mejor lo ilustra. Aunque pueda parecer un fenómeno reciente, no lo es. El número de medidas contrarias a la liberalización comercial empezó a crecer hace ya más de una década, durante la crisis financiera, y desde entonces no ha dejado de aumentar, atravesando gobiernos de todos los signos hasta dejar obsoleto el viejo orden internacional y las instituciones que lo sustentaban. Eso sí, la diplomacia con la que han actuado unos no tiene nada que ver con el descaro y el menosprecio mostrados por otros.

Los índices de incertidumbre económica y geopolítica también reflejan con nitidez las consecuencias de estas fricciones entre potencias. Ambos muestran una tendencia ascendente desde hace años, con repuntes intensos asociados a cada episodio de tensión. Sin embargo, observados con perspectiva, estos episodios tienden a ser relativamente breves. Las amenazas se intensifican hasta que se hacen evidentes los profundos lazos que todavía nos unen. Hasta ahora, la fuerza de la globalización ha ayudado a apaciguar las fricciones. En 2025, la escalada del conflicto comercial entre EE. UU. y China terminó cuando quedó patente la dependencia mutua: uno necesita los minerales críticos del otro; el otro necesita un gran mercado en el que exportar para seguir creciendo. Este año, esperamos que la guerra en Oriente Próximo llegue a su fin tras constatarse que todo el mundo necesita que las mercancías circulen libremente por el estrecho de Ormuz.

La pugna por liderar la nueva economía –o, al menos, por no quedarse excesivamente rezagado– también se ha traducido en un notable deterioro de las finanzas públicas. La presión por desplegar políticas de estímulo y transformación económica no ha dejado de aumentar y, con ella, la deuda pública de muchos países de referencia, que ha alcanzado niveles históricamente elevados. Además, en varios casos no se vislumbran señales claras de corrección en los próximos años. En el ámbito monetario, la presión política sobre algunos bancos centrales de referencia también se ha intensificado, aunque, por el momento, su independencia se mantiene intacta.

Probablemente, otra vez la globalización, en este caso la financiera, ha sido determinante para evitar males mayores. Cuando han surgido tentaciones de aplicar políticas fiscales abiertamente irresponsables o de cuestionar la independencia de los bancos centrales, la reacción de los mercados financieros internacionales ha sido rápida y, en ocasiones, contundente. Basta recordar la lección que recibió Liz Truss, que no llegó a durar dos meses en el cargo.

Mientras la batalla por el liderazgo de la nueva economía siga abierta, es previsible que las fricciones entre las grandes potencias económicas se repitan. El acuerdo entre EE. UU. y China tiene una duración de un año; la amenaza estadounidense de anexionarse Groenlandia continúa latente, y el capítulo de Cuba podría reabrirse en cualquier momento. La *Globofricción* tendrá, sin duda, nuevos episodios. Espóiler: todo apunta a que la fuerza de la globalización seguirá imponiendo sus límites. Por cierto, el impulso que está dando la UE –ese espacio económico y de libertad democrática que a menudo genera más escepticismo que entusiasmo, que rara vez figura en las quinielas para liderar la nueva economía, pero en el que tenemos la fortuna de vivir– a los acuerdos de libre comercio resulta especialmente relevante en este contexto.

Oriol Aspachs  
Abril 2026

## Cronología

### MARZO 2026

- 11 La Agencia Internacional de la Energía acordó liberar 400 millones de barriles de reservas estratégicas para mitigar el impacto de la guerra en Oriente Próximo.

### ENERO 2026

- 14 El año 2025 fue el tercero más cálido registrado (1940-2025) y 1,5 °C superior al promedio preindustrial (1850-1900) según el programa Copernicus de la UE.
- 27 La UE y la India completan negociaciones para un acuerdo de libre comercio.

### NOVIEMBRE 2025

- 12 Fin al cierre gubernamental más largo en la historia de EE. UU.

### 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.

### DICIEMBRE 2025

- 10 La Fed bajó tipos en 25 p. b., hasta el intervalo 3,50%-3,75%.
- 18 El Banco de Inglaterra bajó tipos en 25 p. b., hasta el 3,75%.
- 19 El Banco de Japón subió tipos en 25 p. b., hasta el 0,75%.

### OCTUBRE 2025

- 29 La Fed bajó el tipo *fed funds* en 25 p. b. al rango 3,75%-4,00%, su segundo recorte del año, y anunció el fin de la reducción del balance.

## Agenda

### ABRIL 2026

- 1 España: tasa de ahorro de los hogares (4T).
- 6 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
- 9 Portugal: cifras de negocios en la industria (febrero).  
Portugal: comercio internacional (febrero).
- 10 España: cuentas financieras (4T).
- 16 China: PIB (1T).
- 24 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (febrero).
- 28 España: encuesta de población activa (1T).  
Portugal: cartera de crédito bancario (marzo).
- 28-29 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 29 España: avance del IPC (abril).  
Portugal: empleo y desempleo (marzo).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (abril).
- 30 España: avance del PIB (1T).  
Portugal: avance del PIB (1T).  
Portugal: avance del IPC (abril).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
Eurozona: PIB (1T).  
Eurozona: avance del IPC (abril).  
EE. UU.: PIB (1T).

### MAYO 2026

- 4 Portugal: producción industrial (marzo).
- 5 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 6 Portugal: empleo y desempleo (1T).
- 8 España: índice de producción industrial (marzo).
- 15 Portugal: salario bruto mensual medio por trabajador (1T).  
Portugal: *rating* DBRS.  
Japón: PIB (1T).
- 19 España: comercio exterior (marzo).
- 25 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
- 28 Eurozona: índice de sentimiento económico (mayo).
- 29 España: avance del IPC (mayo).  
España: *rating* DBRS.  
Portugal: desglose del PIB (1T).  
Portugal: avance del IPC (mayo).

## Economía mundial: entre el ruido y la furia

Más de un mes después del inicio de la guerra en el Golfo Pérsico y a expensas del desenlace de la tregua, la incertidumbre continúa presidiendo cualquier diagnóstico sobre la duración y el alcance de la inestabilidad que domina en estos momentos el comportamiento de la economía mundial. Con el precio del petróleo fluctuando en la zona de los 95-110 dólares (45-55 euros el gas natural), una vez certificada la capacidad de Irán de bloquear el estrecho de Ormuz y reducir en un 10% la oferta mundial de crudo a corto plazo, el canal inflacionista ya se ha activado. Con el impacto inicial en carburantes haciéndose sentir en los datos de inflación de marzo (3,3% en España y 2,5% en la eurozona). A la espera de cómo se transmita la perturbación de los precios energéticos al resto de los productos de la cesta en los próximos trimestres, para valorar el impacto final sobre la inflación, será necesario tener en cuenta las medidas fiscales aplicadas por cada país para amortiguar el efecto del choque de oferta, como en el caso de España (véase el Focus [«La crisis en Irán: cuánto puede afectar a la economía española»](#) en este mismo informe). La noticia positiva es que las expectativas de inflación a medio plazo continúan mostrando una elevada estabilidad a ambos lados del Atlántico, lo que ayuda a que las perturbaciones tengan un impacto moderado en el canal financiero.

Los potenciales efectos negativos en crecimiento a través del canal comercial serán asimétricos entre regiones y países, teniendo en cuenta la dependencia energética del crudo y del gas procedente de Oriente Próximo, la eficiencia energética, la estructura sectorial y la capacidad fiscal para suavizar el efecto del choque de oferta. Con grandes economías del sudeste asiático (India, Filipinas o Vietnam) como países potencialmente más afectados, junto a los países africanos con una gran importancia relativa del sector agrícola y, por tanto, con elevada dependencia de los precios y flujos de los fertilizantes. En este contexto y con el 80% del comercio mundial utilizando la vía marítima, vuelve a ponerse de manifiesto la importancia de algo tan básico como la geografía, con *choke points* como los estrechos de Ormuz y Bab el-Mandeb, cuyo control puede alterar la oferta de productos estratégicos para las cadenas de valor mundiales (véase el Focus [«Mapa de exposición y relevancia geoeconómica de Oriente Próximo»](#) en este mismo informe) y cuya importancia estratégica en el nuevo marco geopolítico global se une a la de las tierras raras, sistemas de pagos o energía.

Un caso especial es el de EE. UU., pues, en principio, debería sufrir un menor impacto potencial al mejorar su relación real de intercambio con las subidas del precio del petróleo y del

gas natural. Sin embargo, la situación macroeconómica presenta fragilidades, como una inflación todavía afectada negativamente por las inercias de las subidas arancelarias mientras el mercado laboral muestra señales de enfriamiento, debido tanto a factores de oferta (política inmigratoria) como de demanda (efectos de la IA y sobrecontratación en los años posteriores a la COVID). Una combinación que dificultará la estrategia de la Fed en los próximos trimestres y que, junto con el deterioro del marco institucional, explicaría el papel algo más diluido del dólar como activo refugio en esta ocasión. En este contexto, la posición del BCE es más cómoda, ya que, a los tipos situados en la zona neutral, se suma una inflación en el objetivo antes del inicio del conflicto y una exposición directa de los flujos energéticos de la región muy inferior a los de la guerra en Ucrania, cuando Europa tuvo que reconfigurar sus cadenas de suministro en muy poco tiempo (véase el Focus [«Tensiones energéticas, inflación y política monetaria en la eurozona»](#) en este mismo informe). En este sentido, las expectativas que han llegado a cotizar los mercados, de tres e incluso cuatro subidas de tipos de interés en Europa antes de finalizar el año, parecen anticipar escenarios más próximos al severo o de estancamiento del BCE (inflación del 4,4% en 2026 y del 4,8% en 2027) que al adverso o de *shock* de oferta moderado (3,5% y 2,1%, respectivamente). Tampoco se percibe, por ahora, una sensación de urgencia generalizada en el Consejo de Gobierno del BCE por llevar a cabo varias subidas de tipos de interés en pocos meses.

Muchos frentes abiertos a todos los niveles que limitan la visibilidad a la hora de realizar proyecciones económicas y financieras, con la sensación de que el mayor riesgo, si la tregua de dos semanas no llega a buen puerto, es que las entregas físicas de crudo se vean amenazadas, lo que podría desencadenar un aumento de la demanda por motivos precautorios, llevando el precio a niveles mucho más altos que los vistos hasta el momento. Teniendo además presente que, en un evento geopolítico como el actual, se puede dar marcha atrás, pero más difícil es evitar las cicatrices estructurales en las decisiones de los agentes económicos provocadas por la pérdida de confianza, cuando aún no se han manifestado en su totalidad las ocasionadas por la tormenta arancelaria de los últimos meses. Pero ya habrá ocasión de evaluarlas. Mientras tanto, y aunque el reloj se ha detenido durante 15 días, sigue siendo pertinente recordar que si, en lenguaje cinematográfico, la comedia equivale a drama más tiempo; en economía, también la variable tiempo es capaz de transformar un *shock* de oferta en una estanflación.

José Ramón Díez

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

### Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
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
<b>Euro</b>							
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
<b>Alemania</b>							
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
<b>España</b>							
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
<b>Portugal</b>							
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
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
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
<b>PETRÓLEO</b>							
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
<b>CRECIMIENTO DEL PIB<sup>1</sup></b>							
<b>Mundial</b>	4,3	3,3	2,8	3,3	3,3	3,3	3,2
<b>Países desarrollados</b>	2,7	1,5	1,7	1,8	1,7	1,9	1,7
Estados Unidos	2,7	1,8	2,4	2,8	2,1	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
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	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	2,3	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	3,6	3,4	3,4
Polonia	4,1	3,7	2,6	3,0	3,6	3,5	3,2
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	5,9	5,8	4,1	3,9	3,5
<b>Países desarrollados</b>	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
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,9	5,6	7,3	7,9	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
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,4	3,0	3,3	3,0	2,1
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	3,1	2,9	2,4	1,4	1,8
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	1,0	3,6	5,8	5,2	2,5
Bienes de equipo	4,9	0,2	-1,4	1,9	7,4	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	3,6	2,1	2,1
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	1,9	2,9	6,2	4,1	2,4
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>
<b>Otras variables</b>							
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) <sup>1</sup>	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
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	1,7	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	1,6	1,5	1,0
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-0,6	3,7	4,3	3,6	5,4	2,2
Bienes de equipo	3,3	2,7	6,3	8,4	-1,4	-	-
Construcción	-1,4	-2,4	3,1	3,0	5,5	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	2,0	3,0	3,1	3,1	1,9
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	3,8	3,2	0,4	2,2	4,1
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	3,6	4,7	4,3	3,4	3,9
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
<b>Otras variables</b>							
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	0,7	-0,6	-0,5

■ Previsiones

## Oriente Próximo deja una huella «furiosa» en los mercados financieros

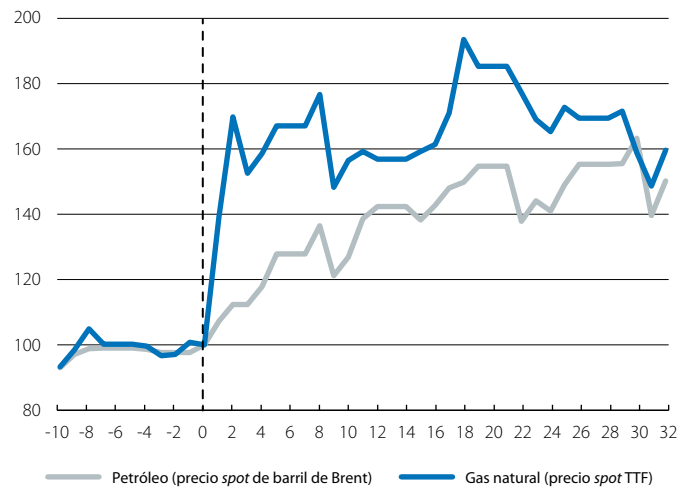
La incertidumbre geopolítica marca el compás de los mercados. Marzo estuvo marcado por un notable aumento de la volatilidad en los mercados financieros globales, con el conflicto en Oriente Próximo como principal catalizador. La guerra generó una marcada aversión al riesgo, que se tradujo en caídas en los mercados bursátiles, repuntes de la volatilidad, desplazamientos hacia activos refugio y un fuerte tensionamiento en los precios de la energía y otras materias primas. Este encarecimiento de la energía provocó, a su vez, un repunte de las expectativas de inflación a corto plazo, lo que derivó en un ajuste significativo de las expectativas de política monetaria y un aumento de los tipos de interés soberanos. En un contexto de elevada incertidumbre sobre la duración e intensidad del conflicto, los mercados reaccionaron de forma muy sensible a un flujo constante de noticias como declaraciones políticas, episodios de escalada militar (ataques de Israel a instalaciones energéticas o la implicación de actores regionales como los hutíes) y vaivenes en la retórica de los líderes internacionales. El tono general de los mercados era de fragilidad y sentimiento inestable. Como reflejo de la persistencia de los riesgos geopolíticos y de la incertidumbre sobre los impactos del conflicto, a comienzos de abril los mercados vivieron tanto algunas sesiones de recuperación (animados por expectativas de una desescalada y el anuncio de una tregua) como nuevas jornadas de aversión al riesgo (ante temores de un mayor recrudescimiento militar).

La energía se encarece de manera notable. El canal de transmisión más inmediato del conflicto sobre los mercados financieros ha sido el de las materias primas energéticas. Oriente Próximo constituye un punto crítico tanto para la producción como para el transporte global de hidrocarburos, con un papel especialmente relevante para el estrecho de Ormuz, por donde transitan aproximadamente el 20% del crudo y del gas natural mundiales, lo que generó fuertes tensiones sobre las expectativas de suministro. En este contexto, el precio del Brent experimentó un repunte muy acusado, llegó a encarecerse más de un 60% desde el inicio del conflicto y alcanzó, en algunos momentos, niveles cercanos a los 120 dólares por barril, los más altos desde 2022 tras la invasión de Ucrania. Por su parte, el gas TTF en Europa también registró un aumento significativo, con subidas por encima del 70% y picos algo por encima de los 60 euros/MWh en los momentos de mayor tensión. A finales de marzo, los mercados de futuros seguían incorporando un escenario de precios estructuralmente más elevados que antes del conflicto, con estimaciones para finales de año cercanas a los 80 dólares por barril para el Brent y a los 50 euros/MWh para el gas, claramente por encima de los niveles previos (68 dólares y 32 euros/MWh, respectivamente).

El encarecimiento energético también se trasladó a productos derivados. En EE. UU., el precio de la gasolina aumentó hasta los 4 dólares por galón, lo que supone un incremento cercano al 35% en apenas un mes. También otros derivados como los fertilizantes, especialmente la urea procedente de Oriente Próximo, registraron fuertes subidas, de hasta el 55%, lo que podría tener implicaciones adicionales sobre los precios agrícolas en los próximos trimestres. En cuanto al resto de materias primas, el tensionamiento fue más

### Materias primas

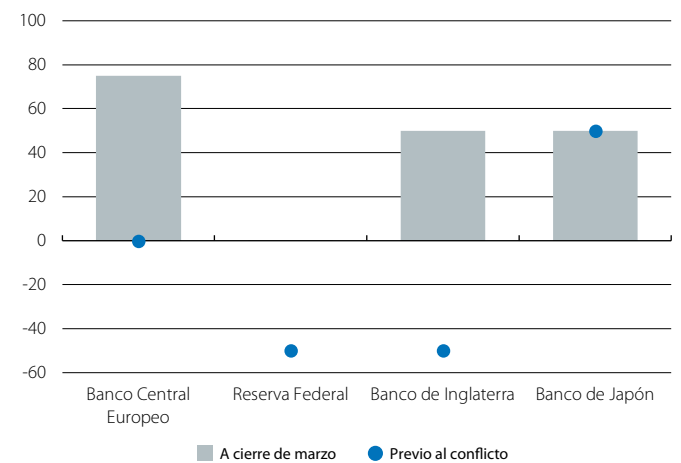
Índice (100 = día 0 del conflicto)



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

### Variación cotizada de tipos de interés oficiales para 2026

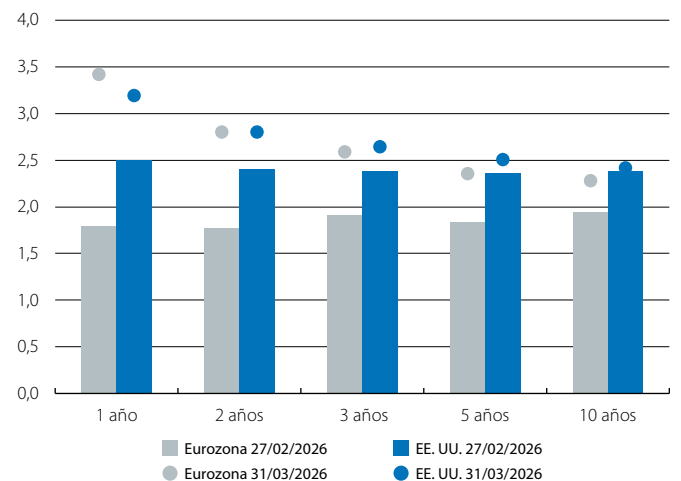
(p. b.)



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

### Expectativas de inflación

Variación interanual (%)



Nota: Expectativas de inflación cotizadas a través de swaps de inflación.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de Refinitiv Eikon.

moderado. Los metales industriales, como el aluminio, registraron aumentos más contenidos (en torno al 10%), mientras que las materias primas agrícolas subieron menos de un 5%. Por su parte, los metales preciosos mostraron un comportamiento más débil, con caídas cercanas al 10%, en un movimiento que refleja tanto la apreciación del dólar como cierta corrección del oro y la plata tras el fuerte *rally* del año pasado.

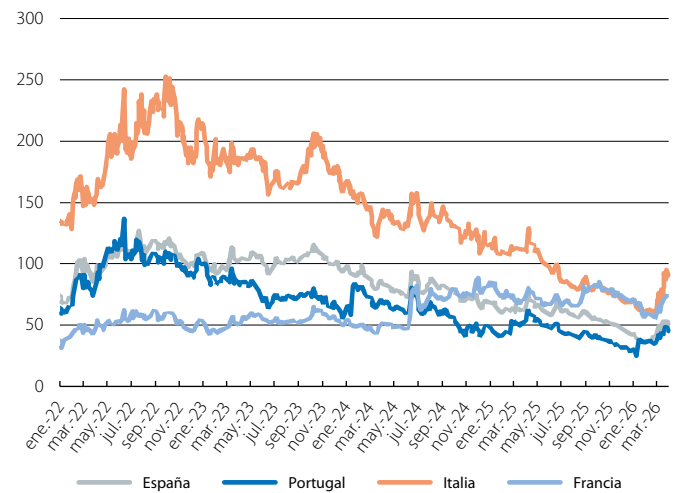
**Los mercados anticipan bancos centrales más restrictivos.** El BCE mantuvo los tipos de interés sin cambios en el 2,00% en su reunión de marzo, pero reconoció explícitamente los riesgos inflacionistas derivados del encarecimiento energético asociado al conflicto. En este sentido, la institución adoptó un tono más *hawkish* y señaló la posibilidad de un endurecimiento de la política monetaria si se observa un traslado significativo de los costes energéticos al conjunto de la cesta de precios. El BCE enfatizó que parte de una postura neutral, lo que le otorga margen de maniobra, y reiteró su enfoque dependiente de los datos. Con todo ello, al cierre de marzo los mercados pasaron a descontar tres subidas a lo largo de 2026 (tipo *depo* en el 2,75%) frente a la expectativa de estabilidad que predominaba a comienzos de año. Este ajuste se trasladó a los tipos de interés interbancarios, con el euríbor a 12 meses repuntando unos 60 p. b. hasta el 2,9%, máximo desde septiembre de 2024.

Por su parte, en EE. UU. la Fed adoptó una postura más cauta ante el conflicto. Si bien reconoció los riesgos asociados al encarecimiento de la energía, consideró prematuro evaluar su impacto macroeconómico y optó por centrar su comunicación en el balance de riesgos domésticos. En particular, la Fed mostró preocupación por la evolución de la inflación de bienes, afectada por los aranceles, y por señales de debilidad en el mercado laboral. Su presidente, Jerome Powell, señaló que, en principio, estarían dispuestos a «mirar a través» de un *shock* energético temporal, siempre que las expectativas de inflación a largo plazo permanezcan bien ancladas. No obstante, el tono general fue de prudencia y evitó comprometerse con una senda concreta de tipos. Los mercados hicieron una lectura *hawkish* de los mensajes y retrasaron la próxima bajada de tipos hacia mediados de 2027, tras disiparse el impacto del *shock* energético, anticipando así una Fed en pausa durante 2026. El giro en las expectativas se extendió a otras economías. En el Reino Unido, el cambio fue particularmente notable y los inversores pasaron de anticipar dos recortes de tipos a descontar entre dos y tres subidas para 2026. En Japón, por su parte, se consolidaron las expectativas de al menos dos subidas en los tipos de interés.

**Los tipos soberanos recogen los riesgos de inflación y el giro en expectativas de política monetaria.** Los mercados de deuda soberana reflejaron de forma clara el impacto combinado del encarecimiento energético y el endurecimiento de las expectativas de política monetaria. En términos generales, los tipos de interés aumentaron de forma significativa, con movimientos especialmente notables en los tramos cortos. En Alemania y EE. UU., los tipos a corto plazo repuntaron cerca de 60 y 40 p. b., respectivamente, durante el mes de marzo. Las primas de riesgo de la periferia de la eurozona también se tensionaron, sobre todo en Italia (dada la mayor dependencia energética del país), pero sus niveles no dejaron de ser contenidos, especialmente en España y Portugal (cerraron marzo en los 50 p. b. y 45 p. b., respectivamente). Resulta relevante destacar el repunte de los tipos a largo plazo estadounidenses (también en torno a 40 p. b.): mientras que las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido relativamente ancladas, el aumento de los tipos nominales se explica, en gran medida, por una subida de los tipos

**Primas de riesgo soberanas**

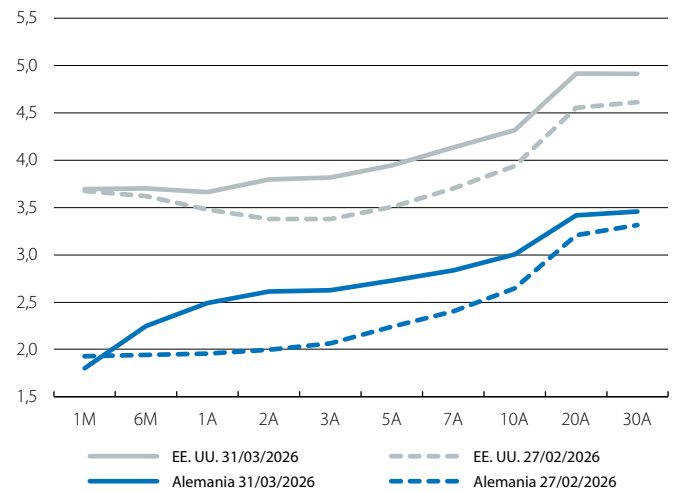
(p. b.)



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

**Curvas de rentabilidades soberanas**

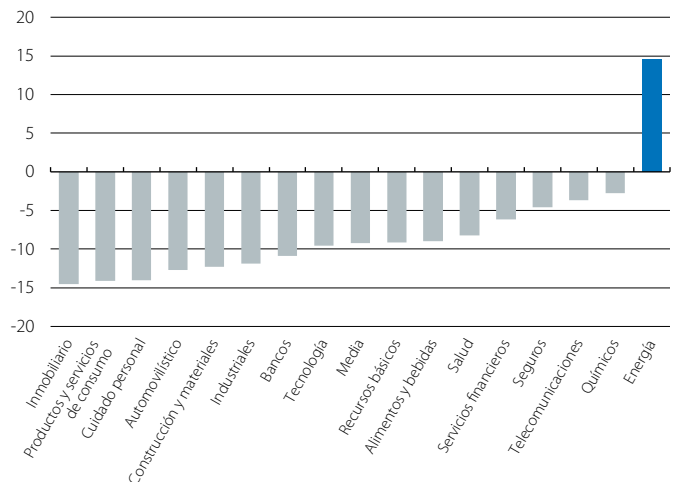
(%)



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

**Eurostoxx 600: sectores**

Variación (%)



Nota: Variación entre el 27/02/2026 y el 31/03/2026. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

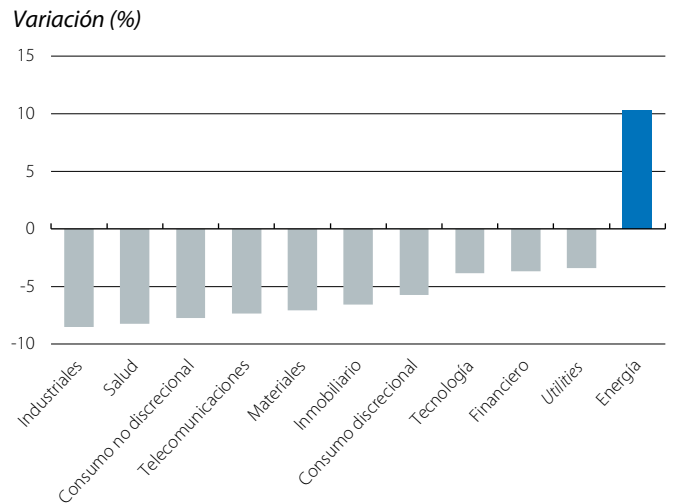
reales. Esto sugiere que los inversores están exigiendo una mayor rentabilidad para compensar la incertidumbre futura, ya sea por una mayor volatilidad inflacionista o por un mundo de mayor incertidumbre, con un deterioro de las cuentas públicas de trasfondo.

**Solo el sector energético se salva de caídas en bolsas.** El aumento de la incertidumbre geopolítica y el endurecimiento de las condiciones financieras se tradujeron en caídas generalizadas en los mercados bursátiles globales. Los descensos acumulados desde el inicio del conflicto se aproximaron al 10% al cierre de marzo, tanto en economías avanzadas como en emergentes, y la mayoría de los índices presentan pérdidas en lo que va de año. Las caídas fueron especialmente pronunciadas en Asia, dada su elevada dependencia energética de Oriente Próximo. A nivel sectorial, prácticamente todos los sectores registraron pérdidas, con caídas destacadas en sectores más cíclicos, como los industriales, el turismo y el inmobiliario. Resaltó la relativa resiliencia de los sectores defensivos, como las *utilities*, así como del sector tecnológico estadounidense. Las grandes compañías tecnológicas, que ya venían de un periodo de corrección previo al conflicto debido a las elevadas valoraciones y a las dudas sobre la rentabilidad de las inversiones masivas en IA, mostraron un comportamiento comparativamente más sólido frente a otros sectores, respaldadas por su menor exposición directa al ciclo energético. El único sector con desempeño positivo fue el energético, ante la expectativa de mayores beneficios derivada del repunte de los precios de materias primas.

**El dólar recupera parte de su atractivo como activo refugio.** En el mercado de divisas, el dólar fue el principal beneficiado del episodio de aversión al riesgo. Tras un 2025 caracterizado por una tendencia a la depreciación, la divisa estadounidense recuperó terreno frente a sus principales pares, impulsada tanto por su condición de activo refugio como por la menor exposición relativa de la economía estadounidense al conflicto. Dentro del G-10, la libra esterlina y el yen japonés mostraron un mejor comportamiento relativo, con depreciaciones moderadas, mientras que el euro cotizó en torno a 1,15 durante el mes, descendiendo desde los niveles de 1,18 previos al conflicto. Divisas como la corona sueca registraron caídas más acusadas. En Asia, las monedas más expuestas y dependientes del flujo energético del Golfo, como el won surcoreano o el dólar taiwanés, sufrieron depreciaciones superiores al 4%, mientras que el renminbi chino se mantuvo relativamente estable (China acumuló grandes reservas de crudo y se encuentra mejor posicionada en términos de suministro al contexto actual). En América Latina, se observaron divergencias en función de la exposición a materias primas. El peso colombiano, respaldado por su condición de exportador de crudo, se apreció, mientras que otras divisas como el peso chileno registraron caídas.

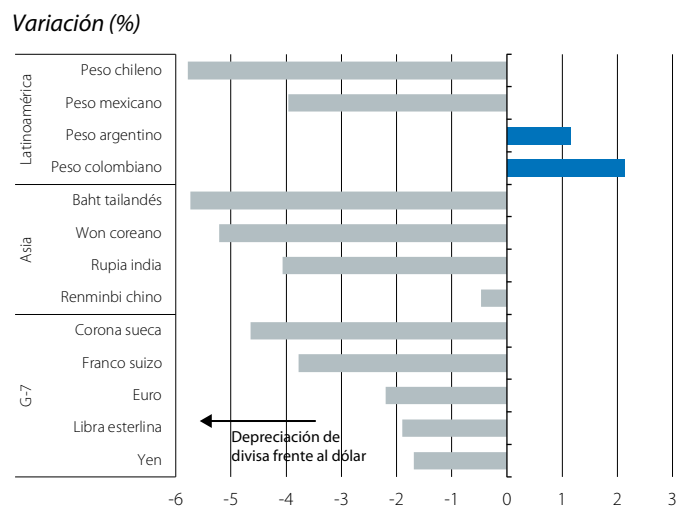
**Volatilidad elevada en un entorno incierto.** En conjunto, marzo se caracterizó por un entorno de elevada volatilidad, con indicadores como el VIX superando los 30 puntos en los momentos de mayor tensión, niveles no observados desde el *Liberation Day* en abril de 2020. De cara a los próximos meses, la evolución del conflicto seguirá siendo el principal factor determinante para los mercados financieros. En particular, la duración, intensidad y secuelas de las tensiones serán clave para evaluar el impacto sobre la energía y su transmisión al resto de la cesta de precios, la economía global y, por lo tanto, el camino de la política monetaria y las condiciones financieras. Mientras tanto, los mercados continuarán navegando en un entorno de elevada incertidumbre que aumenta la propensión a sufrir episodios de volatilidad.

**S&P 500: sectores**



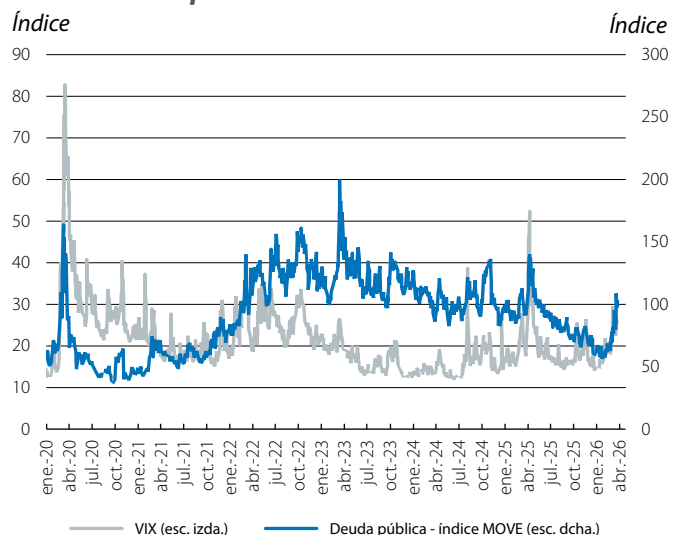
*Nota:* Variación entre el 27/02/2026 y el 31/03/2026.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Divisas frente al dólar estadounidense**



*Nota:* Variación entre el 27/02/2026 y el 31/03/2026.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Volatilidad implícita**



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

## El mercado del petróleo, en el mundo de lo desconocido

La ya denominada tercera guerra del Golfo ha generado la mayor disrupción en la historia del mercado energético global. El principal foco de tensión es el estrecho de Ormuz, una vía marítima clave por la que circula cerca del 20% del petróleo y del gas natural licuado (GNL) a nivel global. Con el estrecho prácticamente cerrado, gran parte de la producción energética de la región queda bloqueada. Los mercados energéticos recogieron este escenario: el precio del petróleo fluctuó alrededor de los 100 dólares por barril las últimas semanas de marzo, impulsado por la interrupción de suministros, ataques a petroleros y daños a infraestructuras energéticas.

### Situación preconflicto: fundamentales sólidos pero con riesgos

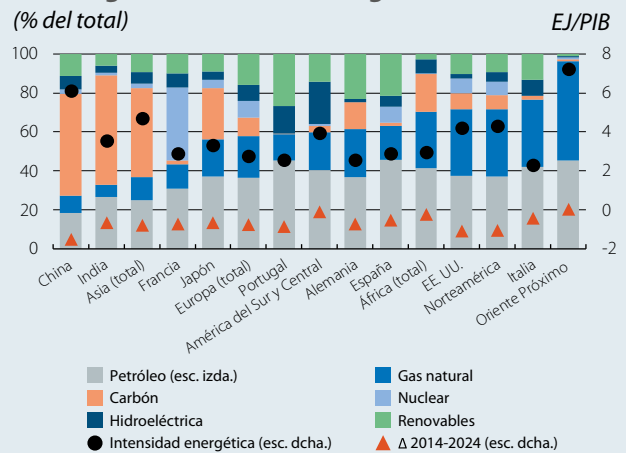
Hasta la eclosión del conflicto, el mercado mostraba una posición holgada, con un crecimiento de la oferta superior al de la demanda. Un excedente cercano a los 1,5-2,0 millones de barriles al día (mb/d) se veía impulsado por el aumento de la producción en países no OPEP, la reversión acelerada de los recortes de la OPEP+ y una demanda en fase de crecimiento moderado.<sup>1</sup> Por otro lado, las existencias mundiales de petróleo (crudo y derivados) se situaban cerca de los 8.200 millones de barriles, equivalente a aproximadamente 80 días de consumo global, su nivel más alto en cinco años y por encima del promedio histórico.<sup>2</sup> Todo esto apuntaba a un precio fundamental del Brent relativamente contenido (cerca a los 60 dólares/barril), al que se sumaba una prima de riesgo, asociada a la acumulación de riesgos geopolíticos y conflictos en regiones con potencial desestabilizador para el mercado.

### Ormuz, un estrecho crítico: una arteria vital para la economía global

El tráfico de petróleo por el estrecho de Ormuz se acerca históricamente a unos 20 mb/d. Según los datos diarios de flujos por el estrecho, se ha observado una caída del tráfico superior al 90% desde el inicio del conflicto. En este contexto, existen vías alternativas por las cuales los países del Golfo pueden redireccionar parte de los flujos de petróleo,<sup>3</sup> pero, incluso con estas alternativas, el cierre de Ormuz implica una pérdida de oferta de unos 15 mb/d.

1. La Agencia Internacional de la Energía (IEA, por sus siglas en inglés) esperaba un crecimiento medio de la oferta de 2,4 mb/d en 2026 (vs. 3,1 mb/d en 2025), frente a un crecimiento de la demanda de 0,9 mb/d en 2026 (vs. 0,8 mb/d en 2025). Véase el «Oil Market Report» de febrero de 2026.  
 2. Cerca de la mitad de estos se encuentran en países de la OCDE, de los cuales 1.250 millones de barriles en manos de gobiernos (reservas de emergencia) y otros 600 millones de barriles corresponden a reservas de la industria mantenidas bajo obligación gubernamental.  
 3. El oleoducto Este-Oeste, que conecta los campos petrolíferos del este de la península arábiga al puerto de Yanbu, en el Mar Rojo, tiene una capacidad para transportar hasta 7 mb/d (vs. utilización de 1,5-2 mb/d en 2025). El oleoducto de Abu Dhabi, que conecta las refinerías de EAU con el puerto de Fujairah, en el golfo de Omán, tiene una capacidad de redirección limitada, dado su elevado grado de utilización y vulnerabilidad a ataques iraníes.

### Global: fuentes de consumo primario de energía e intensidad energética



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Energy Institute.

Algunos factores que pueden mitigar este shock de oferta ya están en marcha. La IEA ha anunciado la liberación de 400 millones de barriles de reservas estratégicas, aunque con incertidumbre sobre la velocidad de liberación, que podría situarse entre 1 y 3 mb/d. A estas se sumarían la liberación de reservas estratégicas de países que no forman parte de la OCDE y la entrada en el mercado de crudo sancionado, cuya contribución podría añadir entre 2 y 3 mb/d.<sup>4</sup> Ajustando por la liberación de reservas, a corto plazo el impacto neto del cierre del estrecho de Ormuz se situaría entre 8 y 12 mb/d, lo que supondría la pérdida de cerca de 300 millones de barriles de petróleo en un mes de conflicto. Estos niveles son significativos, pero manejables en escenarios de conflicto breve. Una vez finalizado el conflicto, es incierto el tiempo que será necesario para que los flujos que transitan por Ormuz regresen a sus niveles históricos. En particular, el deterioro de las condiciones de seguridad en el estrecho o el daño a infraestructuras logísticas y productivas en la región podría implicar periodos más largos de establecimiento de los flujos comerciales.

En la medida en la que el conflicto se prolongue y se acumulen desequilibrios entre la oferta y la demanda de petróleo, aumenta también la probabilidad de escenarios en los que podrían observarse precios sustancialmente superiores a los de marzo para intentar moderar una demanda altamente inelástica.<sup>5</sup> Además, la recuperación de los niveles de producción previos al conflicto podría requerir plazos más

4. En particular, se estima que China acumula reservas estratégicas superiores a 1.000 millones de barriles (equivalente a cerca de 90 días de consumo doméstico), aunque todavía no ha anunciado la liberación de reservas. En los últimos años se ha observado una acumulación de crudo sancionado ruso e iraní, almacenado en buques. Se estima que existen 100-150 millones de barriles de crudo iraní sancionado (de un total de casi 300 millones).  
 5. Como referencia, en marzo de 2022, el precio del Brent se acercó a los 140 dólares por barril.

largos y aumentar los riesgos de un deterioro estructural en la capacidad productiva.

**Una dependencia global del Golfo, pero de geografía variable**

A pesar de la naturaleza global del *shock*, su impacto será asimétrico. Por un lado, la dependencia directa de los flujos energéticos desde el Golfo es muy distinta por países. Un 90% se destinan a Asia y, aproximadamente, la mitad del crudo importado por India y China tiene origen en la región,<sup>6</sup> una cifra que supera el 70% en el caso de Corea del Sur, o el 80% en Japón. A modo de comparación, en el caso de la UE, las importaciones de crudo desde el Golfo representan entre el 10% y el 20% del total.<sup>7</sup>

Por otro lado, el *mix* energético varía de manera significativa entre países, y también así su intensidad energética, es decir, la cantidad de energía necesaria para la actividad económica. En un extremo están los propios países del Oriente Próximo, con una intensidad energética muy elevada y un consumo primario de energía que se deriva casi exclusivamente del petróleo y del gas. Los emergentes asiáticos presentan una intensidad energética también elevada, sobre todo China, pero con un consumo intensivo en carbón. Entre las economías avanzadas, generalmente con menor intensidad energética, destacan los casos de Francia o Japón, con menores dependencias de petróleo y gas, y EE. UU. o Italia, con modelos energéticos intensivos en combustibles fósiles.<sup>8</sup>

**Duración del conflicto: una incógnita (conocida) clave**

El efecto económico del conflicto se transmitirá a través de distintos canales, entre los que destacan la energía, el comercio internacional, las condiciones financieras y la incertidumbre, cuya intensidad y alcance dependerán de

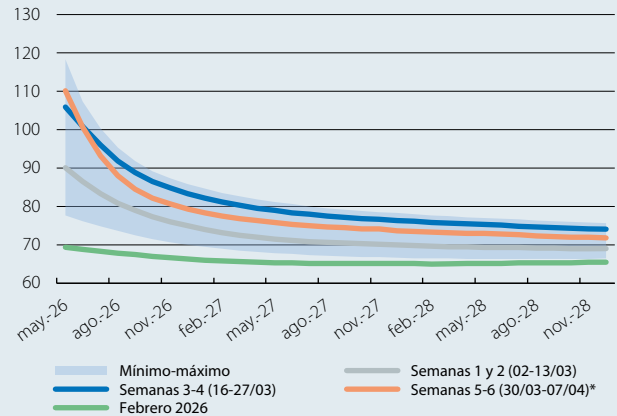
6. Ambos países son los mayores importadores de crudo desde Rusia, que representa cerca del 35% de las importaciones de crudo de la India y del 20% de las de China.

7. En el caso del gas natural, la situación es algo distinta. A pesar de que Catar es el mayor exportador global de GNL, las dependencias observadas de los flujos desde la región son algo menores, y los volúmenes de importación son también significativamente inferiores. Asimismo, cerca del 20% del GNL importado por China proviene de la región, aunque estas importaciones son ampliamente superadas por las realizadas a través de gasoductos. Japón o la India también muestran una dependencia limitada de la región, mientras que Pakistán y Corea muestran dependencias algo más elevadas. Otros grandes exportadores de gas natural a Asia incluyen Rusia, Australia, EE. UU. y Malasia. En el caso de la UE, cerca del 5% de las importaciones de GNL llegan desde el Golfo. Por otro lado, al contrario del caso del petróleo, el coste de almacenamiento del GNL implica unos inventarios de gas natural sustancialmente inferiores, lo que aumenta la vulnerabilidad de las economías más dependientes de gas natural a interrupciones de oferta y fluctuaciones de precios.

8. Para más detalles sobre el impacto sectorial y las implicaciones de política monetaria en la eurozona, véanse los Focus «[Mapa de exposición y relevancia geoeconómica de Oriente Próximo](#)» y «[Tensiones energéticas, inflación y política monetaria en la eurozona](#)» en este mismo informe.

**Petróleo: precio de los futuros**

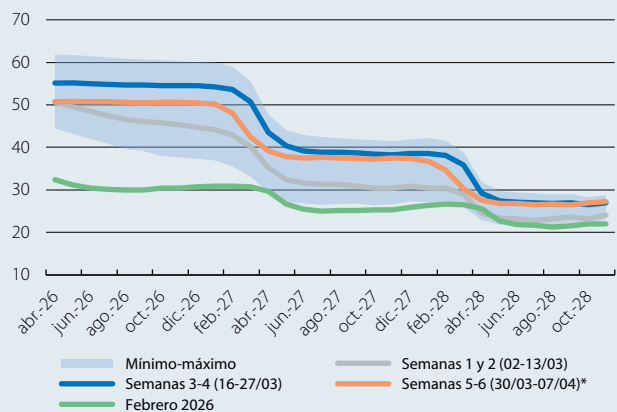
(Dólares por barril)



**Nota:** \* Se utilizan datos de cierre de mercado hasta el 7 de abril.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Gas natural: precio de los futuros**

(Euros por MWh)



**Nota:** \* Se utilizan datos de cierre de mercado hasta el 7 de abril.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

la duración del conflicto y de la credibilidad de un eventual alto el fuego.

Algunos factores que podrían alargar el conflicto incluyen la capacidad del liderazgo iraní para sostener un *statu quo* en el país y recurrir con éxito a estrategias de guerra asimétrica, la ambigüedad de los objetivos militares estadounidenses e israelíes, el riesgo de una escalada regional, y la dificultad para alcanzar un alto el fuego si se imponen condiciones maximalistas. En sentido contrario, el calendario electoral estadounidense, el debilitamiento del liderazgo iraní y los daños en infraestructuras elevan los costes políticos y económicos de prolongar las hostilidades. En cualquier caso, cabe esperar que, incluso bajo un alto el fuego temprano, el escenario a medio plazo seguirá marcado por riesgos relevantes de nuevas tensiones.

Ante un abanico considerable de incógnitas de las que somos conscientes (*known unknowns*), como la de la duración del conflicto o la extensión de los daños a infraestructuras energéticas, la respuesta de los mercados a lo largo del primer mes de conflicto podría explicarse por distintas

categorías de incertidumbre.<sup>9</sup> Por un lado, una cierta intuición (*unknown known*) de que al menos una de las partes no estará dispuesta a un conflicto prolongado, lo que obligaría a asumir los crecientes costes de una disrupción de esta magnitud. Al cierre de marzo, con los futuros del Brent cerca de 80 dólares a un año vista (frente a 65 dólares en febrero) y los del gas natural alrededor de 50 euros (frente a 30 euros en febrero), los mercados parecen anticipar un conflicto de duración contenida, con daños estructurales limitados y un alto el fuego estable, junto con la recuperación de los flujos comerciales por Ormuz. Por otro lado, el entorno de elevados riesgos geopolíticos y de intensa volatilidad en los mercados sugiere una distribución de riesgos con una cola negativa considerable (*unknown unknowns*).

*Luís Pinheiro de Matos*

9. La Matriz de Rumsfeld, popularizada por el ex secretario de Defensa estadounidense, Donald Rumsfeld, en una rueda de prensa en 2002, durante la Guerra de Irak, es un marco para analizar la información y la incertidumbre en la toma de decisiones estratégicas. Distingue cuatro tipos de conocimiento. Los *known knowns* (o conocidos conocidos) son hechos que sabemos y entendemos bien, y constituyen la base sobre la que se decide. Los *known unknowns* (o conocidos desconocidos) son aspectos que sabemos que existen, pero sobre los que falta información. Los *unknown knowns* (o desconocidos conocidos) son conocimientos que poseemos, pero no reconocemos o no utilizamos conscientemente, como la experiencia acumulada o la intuición. Por último, los *unknown unknowns* (o desconocidos desconocidos) son factores que desconocemos y no podemos anticipar y que suelen implicar los mayores riesgos, como eventos extremos (o «cisnes negros») y riesgos no identificados.

**Tipos de interés (%)**

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-50
Euríbor 3 meses	2,08	2,01	7	5	-25
Euríbor 12 meses	2,87	2,22	65	63	55
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,51	1,97	54	49	51
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,62	2,00	62	49	60
Deuda pública a 10 años (Alemania)	3,00	2,64	36	15	28
Deuda pública a 10 años (España)	3,51	3,06	44	22	14
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,45	3,00	45	30	21
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,68	3,67	2	3	-62
Deuda pública a 1 año	3,65	3,47	18	18	-38
Deuda pública a 2 años	3,79	3,37	42	32	-12
Deuda pública a 10 años	4,32	3,94	38	15	7

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

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	72	55	16	21,0	9,4
Itraxx Financiero Sénior	78	59	19	23,4	10,0
Itraxx Financiero Subordinado	134	101	32	40,6	14,8

**Tipos de cambio**

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,155	1,181	-2,2	-1,6	6,7
EUR/JPY (yenes por euro)	183,380	184,360	-0,5	-0,3	13,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,873	0,876	-0,3	0,2	4,4
USD/JPY (yenes por dólar)	158,720	156,050	1,7	1,3	5,9

**Materias primas**

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
Índice Bloomberg de materias primas	135,2	121,7	11,1	23,3	27,8
Brent (\$/barril)	118,4	72,5	63,3	94,5	60,7
Oro (\$/onza)	4.668,1	5.278,9	-11,6	8,1	51,3

**Renta variable**

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.528,5	6.878,9	-5,1	-4,6	17,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.569,7	6.138,4	-9,3	-3,8	4,5
Ibex 35 (España)	17.049,6	18.360,8	-7,1	-1,5	28,1
PSI 20 (Portugal)	9.131,6	9.276,1	-1,6	10,5	31,4
Nikkei 225 (Japón)	51.063,7	58.850,3	-13,2	1,4	37,6
MSCI emergentes	1.397,2	1.610,7	-13,3	-0,5	24,7

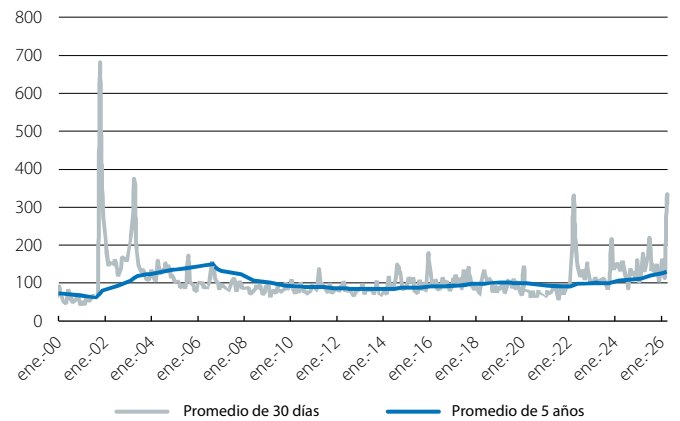
## Un shock energético incierto gravita sobre la economía global

**Un nuevo shock global, con coordenadas aún indefinidas.** Ante el mayor *shock* petrolero de las últimas décadas, la economía global se prepara para las consecuencias del cierre del estrecho de Ormuz, por el que circula alrededor del 20% del petróleo y del GNL producidos y consumidos a nivel global. A lo largo de marzo, el conflicto se vio marcado por un elevado grado de volatilidad en los mercados financieros, con un particular foco en el mercado energético (véase la [coyuntura de Mercados Financieros](#)). A pesar de la incertidumbre con respecto a dos variables clave, la duración del conflicto y la extensión de los daños sobre infraestructuras clave, el precio del Brent se situó cerca de los 100 dólares por barril (cerca de 70 dólares en febrero), mientras que los precios de los contratos futuros hasta final de año superaban los 80 dólares. Del lado del gas, los precios se situaron por encima de los 50 euros por MWh en los contratos hasta el próximo invierno. Unos precios compatibles con escenarios de un conflicto de corta duración y de daños limitados sobre la capacidad productiva en la región del Golfo, pero con una larga cola de riesgos.

**Los datos de marzo apuntan a un deterioro en los servicios.** Los PMI de la eurozona muestran una evolución mixta en marzo. El índice de servicios cayó hasta los 50,2 puntos (vs. 51,9 anterior) y el de manufacturas subió hasta los 51,6 puntos (vs. 50,8 anterior). Los subcomponentes de precios señalan un encarecimiento de los *inputs* que todavía no se está trasladando a los precios finales. Por países, Francia se situó en zona de contracción (48,8 puntos vs. 49,9 anterior), mientras que Alemania aguantó en zona expansiva, aunque muestra también una caída importante (51,9 puntos vs. 53,2 anterior). Los principales índices alemanes de confianza empresarial confirman el deterioro del sentimiento en marzo. El Ifo cayó 2,0 puntos (hasta 86,4, por debajo de la referencia de los 100 puntos), por la fuerte caída del componente de expectativas, mientras que el índice ZEW muestra que el porcentaje de encuestados que anticipa un deterioro de la actividad subió con fuerza este mes. En EE. UU., el PMI de servicios también registró una caída (49,8 puntos vs. 51,7 anterior) y el PMI manufacturero repuntó (52,3 puntos vs. 51,6 anterior) gracias al mayor dinamismo de la producción y de los nuevos pedidos. El PMI estadounidense señala también un fuerte aumento de los costes de producción y una rápida traslación a precios finales, cuyo subcomponente registró el aumento más fuerte desde 2022.

**La economía de EE. UU. ya no va como un cohete.** La segunda estimación del dato del PIB del 4T 2025 situó su crecimiento intertrimestral en el 0,2%, frente al 0,4% en la primera estimación, lo que deja su crecimiento promedio en 2025 en el 2,1% (vs. el 2,2% anterior). En particular, el crecimiento intertrimestral del consumo público se revisó a la baja, hasta un -1,5% (-0,2 p. p.), lo que refleja que el cierre del Gobierno federal pesó más de lo esperado. El consumo privado y la inversión también sufrieron ligeras revisiones a la baja, pero mantuvieron ritmos de crecimiento dinámicos. Por otro lado, el fuerte aumento del empleo en marzo (+178.000 empleos) se explica sobre todo por efectos transitorios, como la reversión de efectos de huelgas y una meteorología

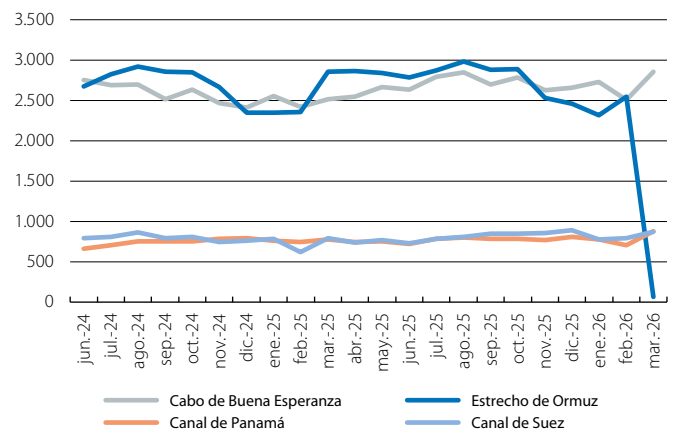
### Global: riesgo geopolítico Índice (100 = promedio 1985-2019)



**Nota:** El índice se construye a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con riesgos geopolíticos en los archivos electrónicos de 10 periódicos publicados en inglés. Un valor más alto para el índice señala un aumento del riesgo.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D. y Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk» (descargados desde <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> el 07/04/2026).

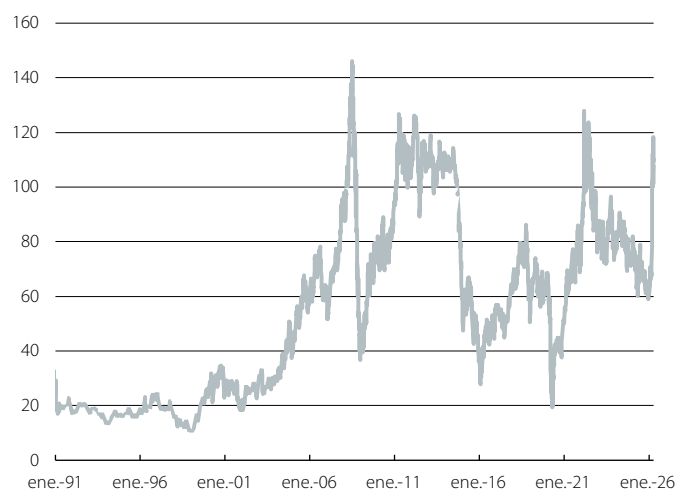
### Global: tráfico de buques por las principales vías marítimas

Número de buques



**Nota:** Se utilizan datos mensuales de tráfico de buques por cuatro principales puntos críticos (chokepoints) para el tráfico marítimo.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Precio del petróleo Brent (Dólares por barril)



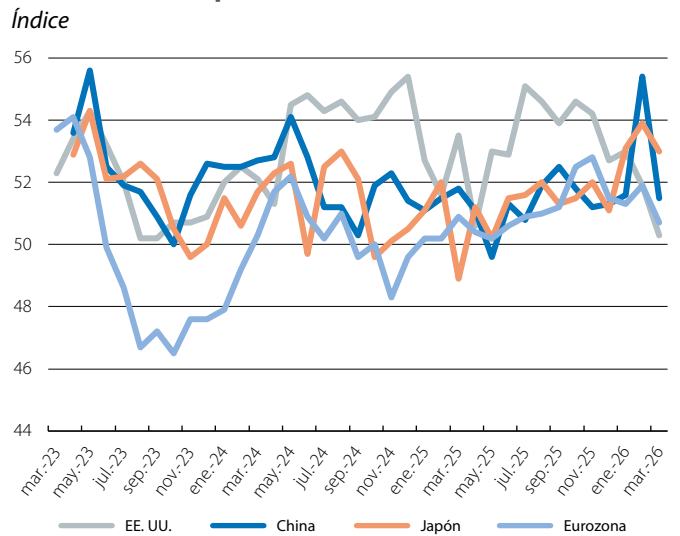
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

más benigna, más que por un repunte estructural del mercado laboral. Destacaron los avances en sectores como sanidad, construcción, ocio y manufacturas, mientras que continuaron las caídas en tecnología, información y servicios financieros. Asimismo, la creación de empleo promedio en EE. UU. se situó en los 68.300 empleos en el 1T, con una tendencia reciente que muestra un mercado laboral en práctico estancamiento.

**La inflación nota el primer impacto del encarecimiento energético.** Ante el encarecimiento de los precios energéticos, la inflación general de la eurozona subió 6 décimas en marzo, hasta el 2,5%, mientras que la núcleo (que excluye alimentos y energía) bajó al 2,3% (vs. 2,4% anterior). El componente de la energía ha pasado de caer un 3% interanual en febrero a subir un 5% interanual en marzo. En cambio, las presiones sobre los precios se moderaron en el resto de la cesta, destacando particularmente los servicios, cuya inflación volvió a situarse en el 3,2% interanual tras el rebote de febrero. Estos datos reflejan dinámicas favorables previas al conflicto en Oriente Próximo, aunque en el futuro podrían verse afectadas por el encarecimiento de la energía y el interrogante, clave para el BCE, de si este aumento se traslada al resto de la cesta. En EE. UU., la inflación se mantuvo estable en febrero: 2,4% la interanual general y 2,5% la núcleo, igual que en enero. Por otro lado, el deflactor del consumo privado muestra una inflación subyacente todavía superior al 3%, mientras que la inflación de los precios de producción repuntó 0,5 p. p. en febrero, hasta el 3,4%. Estas presiones inflacionarias son más intensas que en la eurozona y podrían implicar una trayectoria más cauta de lo anticipado por parte de la Fed.

**Las economías asiáticas empiezan el año bajo la misma luna: fortaleza japonesa, solidez china y precios al alza.** En Japón, la encuesta Tankan mostró dinámicas positivas en el 1T. El índice de condiciones para grandes empresas manufactureras subió de 16 a 17, cerca de su máximo de 18 puntos alcanzado en 2021. En el sector no manufacturero, el índice se mantuvo en 36, su nivel más alto desde los años noventa. Por otro lado, los índices de precios entre las grandes manufactureras aumentaron, aunque todavía lejos de los niveles registrados en los últimos años. En China, la economía se aceleró en el 1T, sobre todo gracias al empuje de las exportaciones. La producción industrial creció un 6,3% interanual en enero y febrero (vs. 5,2% en diciembre), mientras que las ventas minoristas se recuperaron (2,8% interanual vs. 0,9% en diciembre) y la inversión fija en zonas urbanas se volvió a situar en terreno positivo, aunque todavía en niveles muy contenidos. En este contexto, el PMI manufacturero oficial subió de 49,0 a 50,4 puntos en marzo, mientras que el PMI de RatingDog, cuya muestra incluye empresas relativamente más expuestas al exterior, bajó de 52,1 a 50,8 puntos. Eso sí, las presiones de precios repuntaron con fuerza. El subcomponente de precios de insumos se disparó de 54,3 a 60,5 puntos, mientras que el de precios de venta se situó en los 53,8 puntos, un máximo de cuatro años. Del lado de los servicios, el PMI oficial subió de 49,7 a 50,1 puntos, señal que confirma que los hogares chinos podrían verse menos afectados por el aumento de los precios energéticos a nivel global, en un entorno de baja inflación y precios regulados.

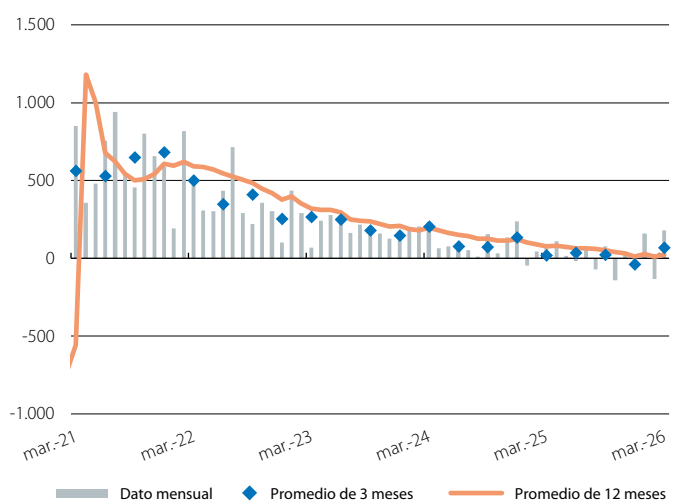
**Global: PMI compuesto**



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

**EE. UU.: empleo**

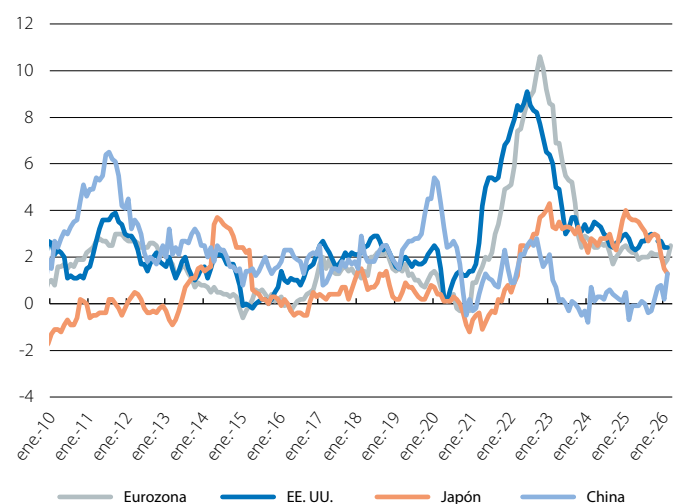
Variación mensual (miles de empleos)



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

**Global: IPC general**

Variación interanual (%)



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

## Mapa de exposición y relevancia geoeconómica de Oriente Próximo

Las cadenas de suministro globales se han visto sacudidas, una vez más, tras el ataque conjunto de EE. UU. e Israel a Irán y la posterior extensión del conflicto a otros países de Oriente Próximo. Con las reservas propias de la incertidumbre actual sobre su severidad y duración, este nuevo *shock* se perfila como la mayor disrupción del comercio internacional desde la COVID-19. A su relevancia como una de las principales zonas productoras de petróleo, gas y derivados químicos del mundo, se suma una posición geográfica estratégica para el transporte marítimo de mercancías y el transporte aéreo de pasajeros entre Europa y Asia. Todo ello hace que el encarecimiento de los *inputs* y la falta de suministros críticos vuelvan a preocupar al tejido productivo internacional (que, en el caso europeo, apenas empezaba a recuperarse de los efectos de la invasión rusa de Ucrania)<sup>1</sup> y, en última instancia, a los hogares por la potencial erosión de su capacidad adquisitiva.

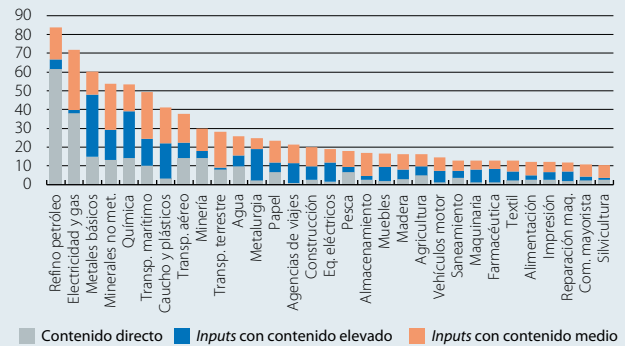
### Un efecto sectorial asimétrico ante el encarecimiento global de los *inputs* energéticos

Asia es el principal destino de las exportaciones de petróleo y gas de Oriente Próximo, mientras que en Europa la dependencia directa es más moderada, aun siendo relevante para algunos países.<sup>2</sup> Con todo, la naturaleza global de los mercados de materias primas hace que el *shock* se haya transmitido también a geografías con fuentes de aprovisionamiento alejadas del conflicto, e incluso bien abastecidas, como Norteamérica. De esta forma, empresas intensivas en petróleo y gas de todo el mundo han quedado expuestas a un encarecimiento de sus costes de producción. Los sectores con mayor exposición directa son el refino y la generación eléctrica, la industria química y metalúrgica, los servicios de transporte, los materiales de construcción y la agricultura (véase el primer gráfico, con datos agregados para la UE). A este impacto habría que sumar una segunda capa, a través de los productos derivados: algunos, como los fertilizantes al inicio de la cadena de valor alimentaria, tienen un alcance más específico; otros actúan como bienes intermedios clave para distintas ramas manufactureras, como los plásticos y los metales en la industria automotriz, y otros presentan un impacto más generalizado, como la electricidad, un *input* crítico para la mayor parte de la actividad económica y especialmente relevante para los centros de datos vinculados al despliegue de la IA.<sup>3</sup>

1. Véase el Focus «Caracterización del ciclo económico en la UE: ni transversal, ni robusto» en el IM01/2026.  
 2. Véase el Focus «El mercado del petróleo, en el mundo de lo desconocido» en este mismo Informe Mensual.  
 3. Prueba de esta relevancia, la Administración Trump firmó, el 4 de marzo, una proclamación con el compromiso de siete empresas tecnológicas para internalizar los costes eléctricos que los centros de datos pudieran generar a los consumidores.

### UE: actividades económicas con mayor contenido energético

(% del valor de la producción, 2023)



■ Contenido directo ■ Inputs con contenido elevado ■ Inputs con contenido medio

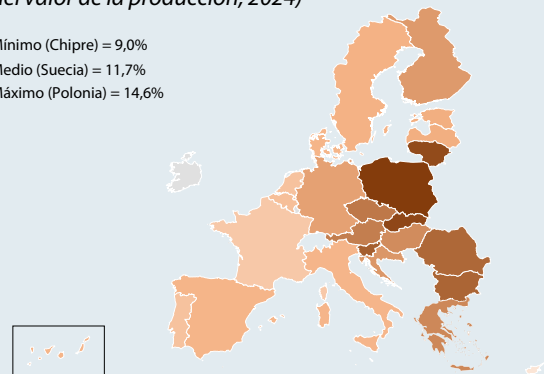
Notas: Contenido directo incluye productos de minería, refino de petróleo, electricidad y gas. Inputs con contenido elevado (medio) incluyen aquellos sectores con contenido directo igual o superior al 10% (5%) de la producción.

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

### UE: contenido energético por países

(% del valor de la producción, 2024)

- Mínimo (Chipre) = 9,0%
- Medio (Suecia) = 11,7%
- Máximo (Polonia) = 14,6%



Notas: Promedio del contenido energético de cada sector en la UE-27 ponderado por el peso del valor añadido sectorial en cada Estado miembro. El contenido energético es la suma del contenido directo y de los inputs con contenido directo elevado y medio. Datos no disponibles para Irlanda, Luxemburgo y Malta.

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

En los últimos años, la UE ha reducido su intensidad energética<sup>4</sup> y, tras la invasión rusa de Ucrania, ha hecho grandes esfuerzos de diversificación.<sup>5</sup> Sin embargo, todavía mantiene un elevado grado de dependencia externa en sus fuentes primarias de energía. Además, el peso de las renovables en la generación de electricidad convive con un sistema marginalista en el que siguen siendo los combustibles fósiles, en general, y el gas, en particular, los que a menudo determinan el precio.<sup>6</sup> Todo ello hace que la sensibilidad europea a los mercados energéticos internacionales continúe siendo elevada. Las diferencias entre países responden, en gran medida, a la estructura productiva y al peso de los sectores intensivos en energía antes mencionados: el este de Europa es la zona relativamente más expuesta, con Polonia, Eslovaquia y Lituania a la cabeza (véase el segundo grá-

4. Agencia Internacional de la Energía (2025), «Energy Efficiency 2025».  
 5. Véase el Focus «Europa, ante otra crisis energética» en este mismo Informe Mensual.  
 6. Draghi, M. (2024), «The Future of European Competitiveness».

fico), y entre las economías de mayor tamaño, Alemania presenta el mayor porcentaje de contenido energético y Francia el más reducido.

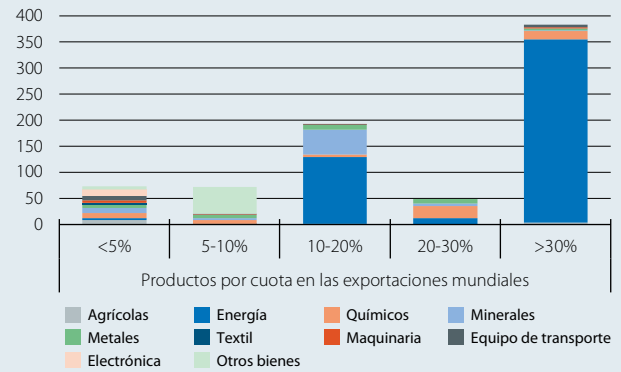
**La relevancia geoeconómica de Oriente Próximo, más allá de la energía**

La relevancia económica de Oriente Próximo va mucho más allá de los mercados de petróleo y gas, cabeza más visible, a corto plazo, de los efectos de la guerra. Países como Arabia Saudí, Catar y EAU son importantes productores y exportadores de productos no energéticos, sobre todo en el sector químico y metalífero (véase el tercer gráfico). Entre ellos destacan nutrientes para la elaboración de fertilizantes, como la urea, cuya producción en el conjunto de la región suma cerca de un tercio de las exportaciones mundiales, y de las que India y Brasil son altamente dependientes. También la provisión de materias primas fundamentales para un amplio abanico de productos plásticos, como el etilenglicol, el polietileno (PE) o el polipropileno (PP), que representan más del 25% de la cuota mundial, siendo Asia el principal cliente. También el helio, un gas noble crítico para la industria de semiconductores, del que la región es un proveedor clave y con Taiwán entre los países más dependientes. Y el aluminio y sus aleaciones (cuota del 15%), destinados a la metalurgia, la automoción, la construcción o la maquinaria, del que Europa es uno de los mayores compradores (véase el mapa de principales dependencias importadoras de la UE en el cuarto gráfico).

Además, la región es un nodo estratégico en las relaciones económicas entre Europa y Asia. A la relevancia del estrecho de Ormuz como paso de exportación de petróleo y gas, se suma la del canal de Suez, uno de los *choke points* más críticos del transporte marítimo mundial de mercancías. Esta segunda vía lleva ya sometida a un considerable estrés, desde finales de 2023, a causa de los ataques hutíes en el mar Rojo en torno al estrecho de Bab el-Mandeb, lo que ha hecho retroceder un 50% el tráfico marítimo por este punto, y ha aumentado la longitud y la duración de la ruta hacia Europa (en 6.500 kilómetros y 10-15 días, respectivamente), desviándola por el cabo de Buena Esperanza.<sup>7</sup> Todo ello ha comportado importantes retrasos en la entrega de pedidos y el encarecimiento de los fletes en este trayecto particularmente relevante para mercancías de bajo valor unitario, como cargamentos a granel de cereal y fertilizantes o manufacturas básicas como muebles, textil y juguetes. Esta situación puede verse exacerbada con la extensión del conflicto en Oriente Próximo. Cabe recordar que la UE presenta dependencias muy marcadas con China en minerales críticos para la industria automotriz y tecnológica,<sup>8</sup> electrónica de consumo (móviles y portátiles) y equipo eléctrico (electrodomésticos para el hogar, baterías y generadores de uso industrial).<sup>9</sup>

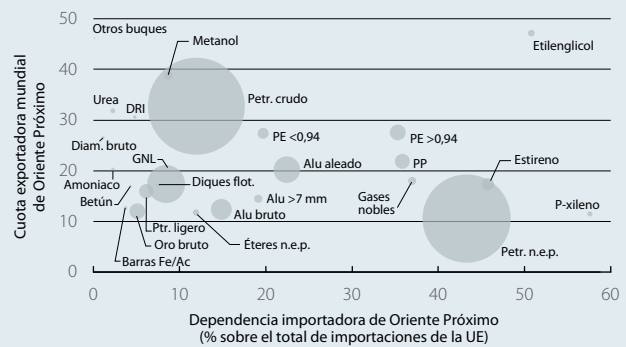
**Exportaciones de Oriente Próximo: por cuota mundial y sector**

(Miles de millones de dólares, 2024)



**Nota:** Suma de las exportaciones de Irán, Irak, EAU, Arabia Saudí, Catar, Baréin, Kuwait y Omán. Cálculos basados en productos a seis dígitos de la clasificación HS.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Atlas of Economic Complexity.

**UE: dependencia importadora de Oriente Próximo**  
**Productos seleccionados, 2025**



**Notas:** Productos a seis dígitos de la clasificación HS en los que Oriente Próximo tiene una cuota exportadora mundial del 10% o superior. Oriente Próximo incluye Irán, Irak, EAU, Arabia Saudí, Catar, Baréin, Kuwait y Omán. El área de los círculos es proporcional al valor de las importaciones de la UE desde Oriente Próximo.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y Atlas of Economic Complexity.

Por último, también conviene destacar el papel que desempeñan Dubái y Doha como *hubs* aéreos internacionales. Además de su función como conector intercontinental Europa, Asia y África, la región ha ganado un peso creciente como destino turístico y de negocios mediante el impulso de grandes eventos internacionales, congresos sectoriales y un notable desarrollo de infraestructuras hoteleras y de ocio. En 2024, el aeropuerto de Dubái –el segundo más transitado del mundo y el primero en tráfico internacional– alcanzó los 92 millones de pasajeros y el de Doha se acercó a los 53 millones. El agravamiento y la prolongación de la guerra en Irán podría desviar los flujos aéreos y de viajeros hacia otras zonas, y beneficiar potencialmente a Europa, tal y como ocurriera durante la Primavera Árabe en 2010 y, más recientemente, a raíz de los conflictos abiertos de Israel.

David Martínez Turégano

7. Naciones Unidas (2025), «Review of maritime transport 2025: Staying the course in turbulent waters».  
 8. Véase el Focus «La alquimia de China: cómo transforma minerales críticos en poder global» en el IM01/2026.  
 9. Véase el Focus «Dependencias importadoras y urgencias competitivas para la industria europea» en el IM07/2025.

## Europa, ante otra crisis energética

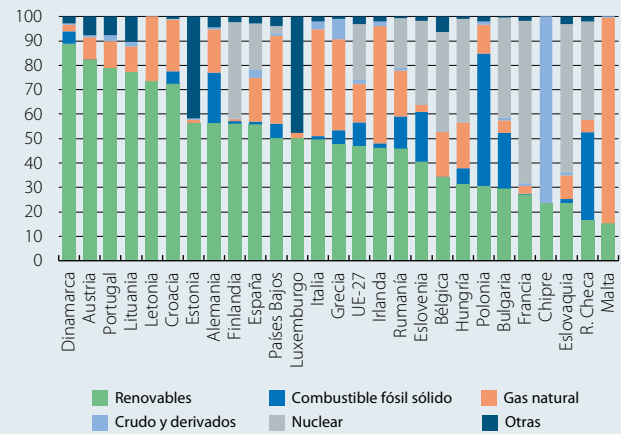
Europa, que antes del estallido del conflicto armado en Irán afrontaba unas expectativas para el año relativamente optimistas, se enfrenta ahora al impacto de un nuevo aumento de los precios de la energía. La invasión de Ucrania en 2022 ya desencadenó una crisis importante de suministros y disparó los precios del crudo y, sobre todo, del gas natural, lo que obligó a instrumentar medidas fiscales para limitar su impacto sobre la actividad. El conflicto en Oriente Próximo presenta un nuevo *shock* energético y, aunque la coyuntura y los riesgos son distintos,<sup>1</sup> vuelve a poner el foco en el modelo energético de Europa.

### Pese a los importantes avances logrados, Europa sigue teniendo una dependencia elevada de los combustibles fósiles

Pese a los esfuerzos llevados a cabo en los últimos años para reducir la intensidad energética en Europa y aumentar el peso de las renovables como fuentes alternativas de energía, la región continúa siendo sensible a los movimientos en los precios de la energía en los mercados internacionales. De hecho, más del 70% de toda la energía que consume la UE-27 se genera a través de fuentes no renovables.<sup>2</sup> Uno de los principales demandantes de energía es el transporte, con cerca de la tercera parte del consumo de la energía total de la UE y que se nutre, casi totalmente, de los derivados del petróleo, como la gasolina o el diésel, que ya han mostrado un importante encarecimiento (en el año, casi un 20% y un 36%, respectivamente) y aumentado los costes en el sector. Por otro lado, las familias<sup>3</sup> y el sector industrial representan, cada uno, cerca de un 25% del consumo total de energía a través, sobre todo, del gas natural y la electricidad.

La electricidad no es una fuente primaria de energía, pero su precio dependerá del coste de los *inputs* usados en su generación. En Europa, los precios de la electricidad se fijan a través de un sistema marginalista que hace que su precio final venga determinado por la energía más cara necesaria para cubrir la demanda que, a menudo, suele ser la generada con gas, pese a no ser la principal fuente de generación.<sup>4</sup> En el conjunto de la UE, más del 47% de la electricidad se

### Europa: fuentes de generación de electricidad (% del total)



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

genera con renovables, frente a menos del 16% con gas, o el 10% con carbón y el 23% con energía nuclear. Sin embargo, el agregado oculta importantes divergencias por países, lo que resulta determinante a la hora de valorar el impacto de una subida de los precios de los combustibles fósiles, sobre todo en aquellas economías con un peso importante de industria intensiva en energía.<sup>5</sup>

En términos generales, las economías de Europa del este se encuentran en una posición más desfavorable, tanto por ocupar las últimas posiciones en *ranking* de eficiencia energética como por su *mix* de energía y su estructura productiva. En concreto, Polonia, con una industria que representa casi la quinta parte de su economía y que consume casi el 40% de toda la electricidad del país, genera cerca del 54% de esta electricidad con carbón<sup>6</sup> y prácticamente no cuenta con nuclear. Además, su industria intensiva en energía representa casi el 7,0% del VAB total.

También es destacable Alemania: su sector industrial, uno de los mayores de la eurozona (casi un 21% del PIB) consume, directamente, más del 37% de todo el gas que gasta el país y cerca del 47% de toda la electricidad, que además se genera en un 18% con gas y en un 21% con carbón. Francia, en cambio, muestra una menor sensibilidad gracias a un parque nuclear que cubre la mayor parte de su demanda eléctrica (cerca del 67%) y a una economía menos dependiente del sector industrial (apenas representa un 12% del PIB). España

5. Se consideran industrias intensivas en energía las de metales básicos, química, minerales no metálicos, alimentación y papel. Estos cinco sectores consumen, en media de la UE-27, las dos terceras partes de toda la energía consumida en toda la industria.

6. El conflicto en Oriente Próximo no afecta, directamente, a los precios del carbón, ya que la región no es productora de esta materia prima. Sin embargo, el encarecimiento o la escasez del crudo y/o el gas puede provocar cierta sustitución de estas fuentes de energía por carbón, presionando al alza su precio. De hecho, durante la crisis energética de 2021-2022, el precio del carbón se multiplicó por cuatro y desde el estallido del conflicto en Oriente Próximo ya se ha encarecido casi un 17%.

1. Véase el artículo «Tensiones energéticas, inflación y política monetaria en la eurozona» en este mismo Informe Mensual.

2. Véase *Energy in Europe – 2026 edition*, Eurostat.

3. Se refiere al consumo energético en los hogares. El gasto en gasolina/gasóleo asumido por las familias en sus desplazamientos se computa dentro del sector transporte. Véase <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008R1099>.

4. La electricidad no puede almacenarse fácilmente, por lo que en Europa se calcula cada día cuánta energía se centrará en cada hora del día siguiente. Para cada una de esas horas, las centrales eléctricas indican cuánta electricidad pueden producir y el precio mínimo al que están dispuestas a ofrecerla. El mercado ordena entonces estas ofertas de menor a mayor precio y va aceptándolas hasta cubrir toda la demanda prevista. La última central necesaria para satisfacer la demanda, habitualmente la más cara entre las que entran, es la que determina el precio final de la electricidad para esa hora.

e Italia, donde la industria pesa un 14% y un 18% del PIB, respectivamente, muestran diferente posición de partida. La industria en España representa cerca del 60% del consumo nacional de gas natural y casi el 30% del de electricidad, si bien ha reducido la generación de electricidad con carbón a menos del 1% y combina un 56% de renovables con un 19% de nuclear, lo que le da cierto colchón. Italia, sin embargo, es más vulnerable dado que su industria representa más del 30% de todo el consumo nacional de gas natural y electricidad, pero el 44% de la electricidad se genera con gas y el peso de las renovables en su producción es el menor de entre las cuatro grandes economías de la eurozona.

**Una nueva crisis, una nueva oportunidad para avanzar**

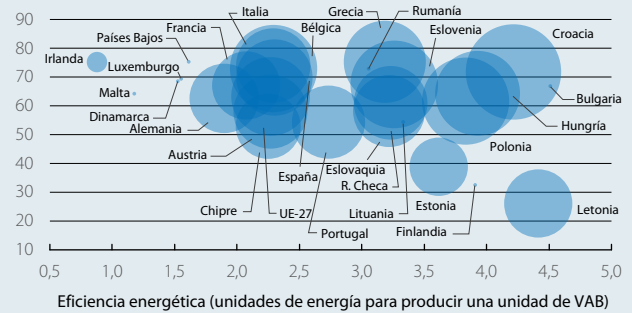
Europa ha llevado a cabo un importante esfuerzo en los últimos años para mejorar su eficiencia energética y para reducir significativamente su dependencia de energías fósiles. Sin embargo, las fuentes tradicionales y no renovables de energía siguen teniendo un peso muy relevante en el conjunto de la economía, y la actual coyuntura de precios energéticos elevados pone a prueba, una vez más, la resiliencia de Europa al tiempo que nos recuerda sus puntos débiles en materia de energía. Asimismo, el conflicto en Oriente Próximo añade un factor de riesgo, tanto por la posible reducción de la oferta global de hidrocarburos (ante la amenaza de que los ataques a infraestructuras claves en la región afecten a la producción/distribución en los próximos años) como por las disrupciones logísticas y comerciales derivadas de los cierres del estrecho de Ormuz y los problemas en el estrecho de Bab el-Mandeb.

Con todo, Europa no afronta esta situación actual desde cero: la respuesta unida a la crisis de 2022 aceleró varias iniciativas para reducir la dependencia energética. Se han diversificado las fuentes de aprovisionamiento de gas (con nueva infraestructura de importación de gas natural licuado y acuerdos con proveedores alternativos), se están reforzando las conexiones y la solidaridad eléctrica y gasista entre países de la UE, y las políticas públicas (como RePowerEU o los fondos Next Generation) impulsan la inversión en renovables, eficiencia energética y electrificación.

Por tanto, la situación actual representa un nuevo desafío, pero también una nueva oportunidad de corregir desequilibrios históricos en el sistema energético. Dos crisis energéticas en menos de cinco años pueden impulsar una transición más rápida hacia un modelo energético sostenible y seguro, con diversificación de fuentes y mayor cooperación europea. Conseguir estas metas es la mejor garantía de que, en el futuro, las familias y las empresas europeas estarán más protegidas frente a los vaivenes de los mercados energéticos internacionales. La hoja de ruta ya está marcada; el reto vuelve a ser implementarla con la urgencia que imponen las circunstancias actuales.

Rita Sánchez Soliva

**Europa: exposición de la industria a combustibles fósiles**  
 (% de energía no renovable usada en la industria)\*



**Notas:** El tamaño de la burbuja indica el porcentaje que aportan las industrias intensivas en energía al VAB. Se consideran industrias intensivas en energía las de metales básicos, química, minerales no metálicos, alimentación y papel. Para Irlanda, sin datos para la industria química. Sin datos para ninguna de las industrias intensivas en energía para Bulgaria, Dinamarca, Finlandia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Rumanía. \* Se incluye también el porcentaje de energía eléctrica generada con energías fósiles.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

## Tensiones energéticas, inflación y política monetaria en la eurozona

En marzo, los bombardeos entre Irán y EE. UU. e Israel causaron un estrés notable en las materias primas energéticas; el petróleo Brent fluctuó alrededor de los 100 dólares por barril a lo largo del mes y el gas TTF entre los 50 y 60 euros por MWh. Esto apunta a un repunte de la inflación y ha hecho que los mercados cotizaran subidas de tipos en las próximas reuniones del BCE.

### Irán: un shock energético, pero no es 2022

El conflicto en Oriente Próximo supone una disrupción de la oferta global y, por lo tanto, puede elevar la inflación y frenar la actividad económica. La cuestión es si la magnitud, persistencia y propagación de las disrupciones terminarán en un cambio de perspectivas económicas o solo en una recalibración de las previsiones. Aunque la incertidumbre es muy elevada, la naturaleza del shock trajo recuerdos de la invasión rusa en Ucrania en 2022. Pero la situación es distinta.

En 2022, el estrés no fue solo una cuestión de encarecimiento del gas y el petróleo, sino también un problema de los propios flujos de energía: Europa tuvo que reconfigurar sus cadenas de suministro por su elevada dependencia de Rusia. En cambio, las dependencias directas que tiene Europa de Oriente Próximo son contenidas (véase el primer gráfico) y la disrupción de suministros afecta, sobre todo, a Asia.

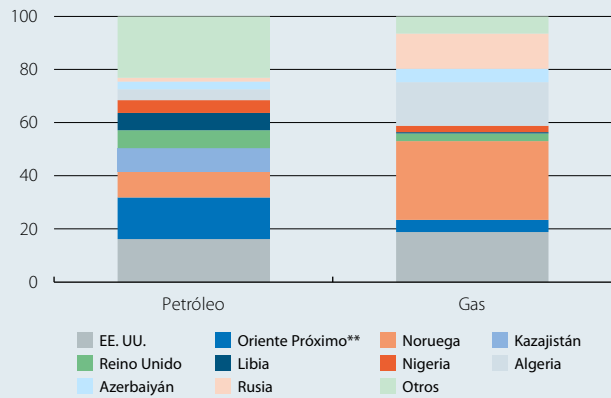
Por el lado de los precios, entre febrero y marzo, los mercados de futuros pasaron de cotizar unos promedios para 2026 de 65 dólares por barril de Brent y 30 euros por MWh de gas TTF a entre 80 y 90 dólares el Brent y 45 y 55 euros el TTF (véase el segundo gráfico). A pesar de la relevancia del cambio, la sacudida fue mucho más fuerte en 2022: si a mediados de 2021 se cotizaban unos precios respectivos para 2022 de 70 dólares y 25 euros, en el promedio del año terminaron siendo de 100 dólares y 130 euros y desembocaron en una inflación energética anual de casi el 40% en la eurozona.

El entorno macroeconómico y monetario también es diferente. En 2022, la guerra confluyó con la reapertura pospandémica de la economía global, y la interacción entre el shock energético y los desequilibrios de demanda y oferta causaron una tormenta perfecta para la propagación de la inflación. Además, la política monetaria se encontraba en una posición ampliamente acomodaticia<sup>1</sup> que lastraba la velocidad de reacción del BCE.

En 2026, el punto de partida sitúa la economía europea en una mejor posición. Sin los desequilibrios ni las presiones en las cadenas globales de suministros de 2022, la actividad de la eurozona ha mantenido un crecimiento moderado, mientras que ya hace trimestres que la política monetaria está en una posición neutral y la estrategia del BCE de tomar decisio-

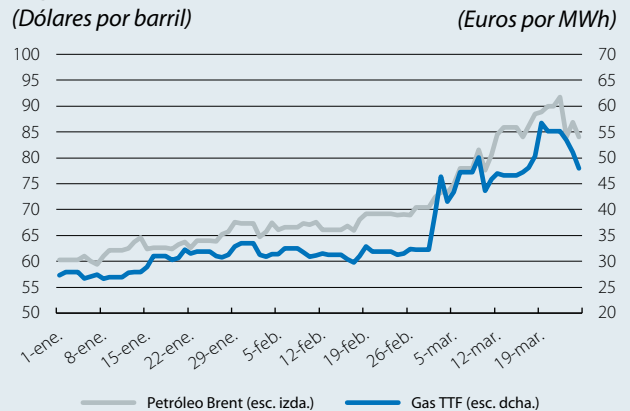
1. En febrero de 2022, el BCE tenía el tipo oficial en un mínimo histórico del -0,50% y mantenía políticas no convencionales, tanto con compras netas de activos (PEPP y APP) como con inyecciones de liquidez a largo plazo (TLTRO-III).

### Eurozona: importaciones de petróleo y gas (% del total)\*



Notas: \* Datos de 2024, excluidas las importaciones de otros países de la UE. \*\* Incluye Península Arábiga, Levante, Irak e Irán. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

### Precio promedio previsto para 2026 según futuros de mercado



Nota: Evolución en lo que va de año según los precios de cierre de los mercados de futuros. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

nes «reunión a reunión» y «según la evolución de los datos y las perspectivas» le permite reaccionar con agilidad.

El BCE también cuenta con el colchón de unas expectativas de inflación ancladas en el objetivo del 2% a medio plazo. Sin embargo, ahí puede haber una diferencia desfavorable respecto a 2022, puesto que las expectativas acostumbran a verse muy influenciadas por los recuerdos recientes: mientras que, en 2022, la experiencia era de una década de baja inflación, en 2026, sigue muy presente la memoria de la última crisis inflacionaria.

### Inflación: impactos directo e indirecto

La energía representa algo menos del 10% de la cesta de precios (IPCA) de la eurozona y su inflación exhibe un vínculo estrecho con los precios del gas y el petróleo. Así, estimamos que el rango de futuros del Brent y el TTF cotizados en marzo se podría traducir en una inflación energética de entre el 5% y el 12% para el conjunto de 2026 en la eurozona, pero que

luego bajaría al 0%-1% para 2027.<sup>2</sup> Partiendo de una inflación general del 2%, mecánicamente la energía podría llevar a un avance del IPCA del 2,5%-3,1% en 2026 para el conjunto de la eurozona, aflojando en 2027 de nuevo hasta el 2% (véase el tercer gráfico).

Un encarecimiento de la energía persistentemente relevante también puede repercutir sobre el resto de los precios de la cesta de consumo a través de las dependencias energéticas de los distintos sectores económicos.<sup>3</sup> Las tablas *input-output* de la eurozona muestran la intensidad petrolífera y eléctrica a nivel sectorial y ofrecen una aproximación al potencial de este efecto indirecto sobre la inflación. Para estimarlo, trasladamos las intensidades energéticas de cada sector a las distintas partidas del IPCA y estresamos sus precios con el rango de inflaciones energéticas del 5%-12%.<sup>4,5</sup> Bajo el supuesto de que la fuerza de transmisión es proporcional a la intensidad energética, el impacto indirecto puede ser relevante, aunque en la práctica afectaría a la inflación con rezago<sup>6</sup> y, probablemente, solo se materializaría con una intensidad alta (como la predicha por el ejercicio) en un escenario de estrés energético persistentemente significativo.

**Condicionantes para el BCE**

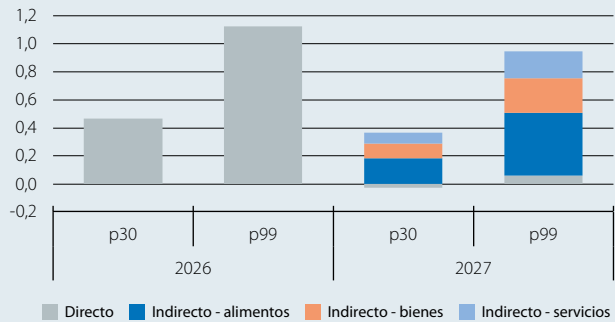
Este rango de impactos no difiere mucho de lo cotizado por los mercados en marzo, cuando los *swaps* de inflación apuntaban a tasas algo superiores al 3% y al 2,5% a uno y dos años vista, respectivamente. A la vez, los mercados cotizaban entre 2 y 3 subidas de tipos del BCE a lo largo de 2026, cerrando el año con un tipo *depo* entre el 2,50% y el 2,75%.

Podemos evaluar estas expectativas a partir de la llamada regla de Taylor, que proyecta el tipo de interés que debería fijar el BCE según la evolución de la actividad y la inflación.<sup>7</sup> En el cuarto gráfico presentamos un abanico de respuestas según las sensibilidades de la inflación analizadas anterior-

2. Utilizamos sendas para los precios del petróleo y del gas según los futuros referenciados entre marzo y diciembre de 2026 y cotizados a lo largo del pasado marzo. El rango se enmarca entre los percentiles 30% y 99% de precios. Estas sendas se trasladan a la inflación energética con regresiones lineales que tienen buen ajuste: una entre el petróleo y el IPCA de fueles y lubricantes, y otra entre el gas y el IPCA de energía excluidos los fueles.
3. Véase el artículo «Mapa de exposición y relevancia geoeconómica de Oriente Próximo» en este mismo *Informe Mensual*.
4. Reproducimos la metodología con la que Fagandini *et al.* (2024), «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Boletín Económico del BCE 3/2024, calculan un IPCA «sensible a la energía». Tras asignar la intensidad energética entre 103 partidas del IPCA, les trasladamos el encarecimiento de la energía a partir de la ratio entre la intensidad energética de cada componente y la de las partidas puramente energéticas.
5. El ejercicio identifica los alimentos y los servicios relacionados con el transporte y la reparación de bienes como los más propensos a sufrir efectos indirectos de la energía.
6. Tras el pico de la inflación energética de 2022, pasaron 9 meses hasta el pico de inflación en bienes no energéticos, 10 en alimentos y 14 en servicios.
7. Basándonos en De Mazelis *et al.* (2023), «Monetary policy strategies for the euro area: optimal rules in the presence of the ELB», ECB Working Paper, utilizamos la regla:  $i_t = \rho(i_{t-1} - i_{t-1}^*) + (1 - \rho)[1,5 \cdot (\pi_t - 2) + y_t]$ , donde  $i^*$  es el tipo de interés natural,  $\pi$  es la inflación e  $y$  es el *output gap* (diferencia entre el PIB observado y el potencial). Asumimos un tipo de interés natural nominal del 2% y un *output gap* inicial de cero. El parámetro  $\rho$  mide la gradualidad de la respuesta.

**Inflación de la eurozona: propagación de un shock energético**

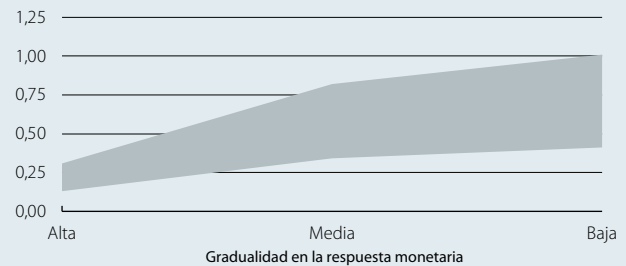
Contribución a la inflación general (p. p.)



**Notas:** p30 y p99 indican sendas de precios para gas y petróleo cotizadas por los mercados de futuros en marzo (percentiles 30 y 99). El efecto directo es la contribución de la inflación energética provocada por el impacto de gas y petróleo. El efecto indirecto es la contribución del resto de la cesta provocada por la transmisión de la inflación energética.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y estimaciones propias.

**BCE: respuesta del tipo de interés oficial al shock energético**

Variación respecto al punto de partida (p. p.)



**Notas:** El rango enmarca escenarios proyectados a partir de distintos futuros de petróleo y gas cotizados en marzo de 2026 (desde el percentil 30 al 99). La respuesta del BCE se simula con una regla de Taylor inercial en la que el tipo de interés depende de su punto de partida, el tipo neutral, la desviación de la inflación del 2% y el *output gap*. Una «gradualidad» alta (baja) indica que la regla da un peso alto (bajo) al punto de partida de los tipos.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y datos de Bloomberg y del BCE.

mente, los potenciales impactos en la actividad (que hasta el momento se estiman contenidos)<sup>8</sup> y la gradualidad de respuesta del BCE.

El ejercicio no descarta la posibilidad de que el BCE apenas reaccione al *shock* energético, apoyándose en su transitoriedad y el punto de partida favorable de la economía y la política monetaria de la eurozona. Con todo, también se dibuja la posibilidad de un escenario en el que la combinación de un *shock* energético más severo y persistente con una respuesta ágil del BCE de lugar a un endurecimiento de los tipos de interés parecido a lo cotizado por los mercados financieros en marzo. Un escenario en el que el BCE pasaría de una política monetaria claramente neutral a unos tipos que se situarían entre la banda alta de lo que todavía sería neutral y la banda baja de una política restrictiva.

8. Con el comportamiento de los futuros energéticos a lo largo de marzo, la mayoría de las estimaciones apuntan a un impacto en la actividad marcadamente más moderado que sobre la inflación (reflejo de la baja exposición directa de la eurozona y de su mayor resiliencia energética). Así, alimentamos la regla de Taylor con los escenarios de PIB adverso y severo que presentó el BCE el pasado marzo, proyectando crecimientos en un rango de 0,4%-1,2%.

## ¿Cuánto ha avanzado la UE con la Brújula de la Competitividad?

En 2024, los informes Letta y Draghi diagnosticaron las urgencias competitivas de la UE y propusieron reformas para reactivar el crecimiento económico a medio plazo.<sup>1</sup> Sobre esta base, la Comisión Europea presentó, en 2025, la Brújula de la Competitividad: un itinerario para profundizar la integración económica, cerrar la brecha de innovación con EE. UU. y compatibilizar crecimiento y descarbonización.<sup>2</sup> En 2026, en un entorno geopolítico más complejo, el balance es positivo en orientación y debate, pero limitado en avances, con decisiones clave aún pendientes y de futuro incierto. De cara a 2027, con escaso espacio fiscal, el final del NGEU y la negociación del próximo presupuesto, la prioridad es acelerar la agenda reformadora para afrontar los desafíos presentes y futuros.

### Avances en simplificación regulatoria y diversificación de relaciones económicas

Casi 500 días después de la presentación de la Brújula de la Competitividad, el balance es mixto y, por extensión, también lo es el avance de las recomendaciones del informe Draghi: hasta enero de este año, solo un 15% habrían sido plenamente implementadas y un 24% de forma parcial.<sup>3</sup>

Los progresos más visibles se concentran en tres frentes: (i) instrumentos de financiación, como los préstamos SAFE vinculados a los nuevos compromisos de defensa;<sup>4</sup> (ii) la continuidad de iniciativas ya desplegadas, como la *Net-Zero Industry Act* –pilar industrial del *Green Deal*–, los proyectos IPCEI en tecnologías limpias, los proyectos estratégicos de la Ley de Materias Primas Críticas y el desenganche de la energía rusa impulsado por REPowerEU; y (iii) ajustes para optimizar la regulación vigente, como los paquetes Ómnibus –de los que la Comisión ha adoptado 6 de los 10 previstos, incluidos el digital y el de sostenibilidad–<sup>5</sup> y la creación del segmento *small mid-caps* para extender los beneficios administrativos más allá de las pymes.<sup>6</sup> A ello se suman actuaciones en competencias estrictamente comunitarias, especialmente en política comercial y asociaciones estratégicas, como los acuerdos con MERCOSUR, Indonesia, India y Australia, pendientes de ratificación<sup>7</sup> y orientados a diversificar las relaciones económicas de la UE.<sup>8</sup>

Además, la Comisión continúa desarrollando las recomendaciones de Letta y Draghi a través de estrategias y planes de acción en diferentes áreas, aunque su traducción en resultados dependerá de los colegisladores y de la implementación nacional. En el ámbito del mercado único, el marco *One Europe, One Market* busca reducir fricciones y reforzar la aplicación de las normas existentes.<sup>9</sup> La hoja de ruta se centra en corregir las *terrible ten* –las 10 barreras que la Comisión identifica como más dañinas para el mercado interior– a través de medidas que van desde la simplificación normativa hasta la armonización regulatoria en servicios. En este enfoque se inscribe el EU Inc. (régimen 28), una propuesta de marco societario opcional con operativa corporativa plenamente digital –constitución en línea en 48 horas por menos de 100 euros–, procedimientos concursales adaptados a microempresas y *start-ups*, aplicación del principio *once-only* en la información societaria y mayor flexibilidad de capital para facilitar el escalado de empresas innovadoras.

En el ámbito financiero, la Unión del Ahorro y la Inversión (SIU) actúa como habilitador transversal. El despliegue es gradual: el primer paquete legislativo presentado por la Comisión se centra en el mercado de titulizaciones, con el objetivo de reactivar un segmento infrautilizado y liberar capacidad adicional de financiación. En paralelo, se ha avanzado en el diseño de productos de ahorro-inversión para aumentar la participación minorista en los mercados de capitales. Las iniciativas más delicadas –integración, escala de los mercados y supervisión– se dejan para fases posteriores y exigirán acuerdos políticos más amplios. Por su parte, el euro digital –clave para la autonomía y resiliencia financiera– avanza en su fase preparatoria liderado por el BCE, aunque su impacto y calendario siguen sujetos a decisiones legislativas pendientes.

En innovación y adopción tecnológica, la Comisión ha presentado el plan Continente de IA, que ordena la agenda europea de despliegue de esta tecnología. Este incluye la estrategia *Apply AI*, orientada a acelerar la adopción en sectores estratégicos mediante proyectos piloto, infraestructura dedicada –incluidas factorías y gigafactorías– y apoyo específico a pymes para reducir barreras de entrada. En capital humano, la *Union of Skills* complementa esta agenda con medidas para reforzar la formación en STEM y capacidades digitales, mejorar el reconocimiento de cualificaciones y facilitar la movilidad laboral, claves para aliviar cuellos de botella en sectores vinculados a la transición verde y digital.

### Lo pendiente (y lo más relevante): un mercado interior genuino y con escala

Pese a la orientación estratégica correcta, siguen bloqueadas piezas críticas de la Brújula de la Competitividad para la integración del mercado único, con efectos relevantes en el crecimiento a medio plazo. Algunas requieren mayor coordinación –como la provisión de bienes públicos europeos (defensa,

1. Draghi, M. (2024). «The Future of European Competitiveness» y Letta, E. (2024), «Much more than a market».

2. Véase el Focus «Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE» en el IM04/2025.

3. EPIC (2026). «The Draghi Observatory Implementation Index Update: Assessing EU Delivery of the Draghi Report».

4. Véase el Focus «Un 5% del PIB en defensa: ¿por qué? ¿para qué? ¿es factible?» en el IM09/2025.

5. El ahorro estimado para las empresas de estos seis paquetes sería de 7.000 millones de euros.

6. Véase el Focus «Dimensión empresarial y brechas de productividad en la UE» en el IM10/2025.

7. El 23 de marzo, la Comisión notificó a los miembros de MERCOSUR que el tratado interino entrará en vigor el próximo 1 de mayo.

8. Véase el Focus «Diversificación exportadora de la UE más allá de los aranceles de Trump» en el IM12/2025.

9. Comisión Europea (2026), «The 2026 Annual Single Market and Competitiveness Report».

redes, interconexiones) o en el diseño de proyectos paneuropeos bajo el marco de ayudas de Estado—, pero otras exigen acuerdos, cuando no unanimidad, entre Estados miembros, en ámbitos donde los incentivos nacionales no siempre están alineados: armonización regulatoria en servicios, convergencia fiscal y laboral, revisión del marco de competencia y construcción de un mercado único de capitales genuino.

El FMI estima que las barreras internas en la UE equivalen a aranceles del 44% para bienes (frente al 15% en EE. UU.) y de hasta el 110% para servicios, lo que ilustra la magnitud del desafío.<sup>10</sup> Avanzar en un mercado único de servicios va más allá de la simplificación administrativa y requiere armonizar aspectos sustantivos: licencias y requisitos profesionales, normativas sectoriales, reglas sobre uso y transferencia de datos, e incluso elementos de regulación económica que influyen en precios, márgenes y modelos de prestación. Muchas de estas competencias están ancladas en modelos nacionales consolidados y su modificación exige un elevado capital político. Algo similar ocurre con el EU Inc., cuyo impacto será limitado si no se avanza en una convergencia más amplia en fiscalidad, marco laboral y procedimientos de insolvencia.

De forma similar, la estrategia para la SIU aporta dirección, pero dista aún de constituir una auténtica unión de mercados de capitales como la que Letta y Draghi consideran imprescindible para ganar escala y eficiencia en la financiación hacia la actividad innovadora. Es necesario eliminar fricciones estructurales para que el capital circule libremente por Europa: unificar marcos de insolvencia y ejecución de deudas; simplificar trámites e impuestos transfronterizos que hoy disuaden la inversión a escala europea; integrar de forma efectiva los mercados bursátiles y de renta fija privada, incluidos sus sistemas de compensación y liquidación; avanzar hacia una supervisión convergente que evite una aplicación fragmentada del *single rulebook*; y completar la unión bancaria mediante un fondo paneuropeo de garantía de depósitos.

En el plano industrial, las dependencias estratégicas siguen siendo elevadas.<sup>11</sup> La Comisión presentó en marzo la *Industrial Accelerator Act*, con medidas para generar demanda de productos y tecnologías europeas de baja huella de carbono (vía contratación pública y esquemas de apoyo) y acelerar permisos en sectores estratégicos. Estas herramientas solo serán eficaces si refuerzan el mercado único y si la reducción de dependencias se apoya en productividad, innovación y escala, y no en objetivos cuantitativos de sustitución de importaciones que encarezcan *inputs* y erosionen competitividad.<sup>12</sup> En desarrollo y adopción tecnológica, el cuello de botella continúa en la cadena de valor, con dependencias aguas arriba (semiconductores y potencia de computación) y brechas en acceso a datos, financiación, capital humano y energía.

En descarbonización, persisten dos retos centrales: certidumbre regulatoria y reducción de costes energéticos. Más allá de redes, interconexiones y permisos, la agenda europea

reconoce que el precio final de la electricidad depende de las reglas de mercado y de la estabilidad del marco. La reforma del diseño del mercado eléctrico de 2024 introdujo mejoras para reducir la exposición a la volatilidad del gas e incentivar contratos de largo plazo, aunque su impacto sobre los precios sigue siendo limitado. En paralelo, la revisión del ETS prevista para 2026 deberá equilibrar la estabilidad del precio del carbono y la señal de inversión sin erosionar su papel central en la transición.<sup>13</sup> Sin avances creíbles en el coste de la energía, la brecha de precios frente a otras economías seguirá lastrando la competitividad industrial.

### De la estrategia a la plena implementación

De cara a la segunda mitad de 2026 y 2027, existe una ventana de oportunidad, pero el margen es estrecho. El final del NGEU coincide con la negociación del presupuesto comunitario 2028-2034, mayores necesidades de inversión en defensa, energía y tecnologías críticas, y un contexto de envejecimiento demográfico y baja productividad.<sup>14</sup> A ello se suma un entorno geopolítico más exigente —conflicto enquistado en Ucrania y reciente en Oriente Próximo, reconfiguración del comercio global y episodios de volatilidad energética— que eleva el valor de la resiliencia, pero también intensifica la competencia por unos recursos públicos limitados.<sup>15</sup>

En este contexto, la agenda competitiva solo ganará credibilidad si se traduce en decisiones ejecutables. Primero, hacer operativo el mercado único en los ámbitos de mayor potencial —servicios, datos, movilidad de empresas y talento— y priorizar la eliminación de las barreras más costosas para el escalado. Segundo, aterrizar la SIU en integración real y financiación de crecimiento, avanzando en insolvencia, fricciones fiscales y convergencia supervisora. Tercero, abaratar la energía de forma estructural para que la descarbonización refuerce también la competitividad industrial. Cuarto, acelerar en la carrera tecnológica, con la IA como eje, y apoyarse en alianzas estratégicas para asegurar insumos críticos y abrir nuevos espacios de cooperación económica.

La propuesta de un Fondo de Competitividad en el próximo marco presupuestario puede ayudar a ordenar instrumentos y concentrar recursos, pero no sustituye la necesidad de cerrar acuerdos políticos en integración y gobernanza. Si parte de la agenda avanza mediante coaliciones de países, la base debería ser lo bastante amplia para no erosionar el mercado interior ni dar lugar a una Europa a varias velocidades que socave la cohesión social y territorial.<sup>16</sup> En definitiva, el paso decisivo en los próximos trimestres es que la implementación tome el relevo de las estrategias y los planes de acción.

David Martínez Turégano

10. FMI (2024). «A Recovery Short of Europe's Full Potential».

11. Véase el Focus «[Dependencias importadoras y urgencias competitivas para la industria europea](#)» en el IM06/2025.

12. Zettelmeyer, J. (2025). «Draghi on a shoestring: the European Commission's Competitiveness Compass».

13. CEPS (2025). «Reforming the EU ETS: Balancing price stability and investment signals».

14. Véase el Focus «[Presupuesto 2028-2034 para la UE: ¿misión imposible?](#)» en el IM09/2025, y los Dossieres «[La capacidad transformadora del NGEU y de otros planes de estímulo fiscal](#)» en el IM03/2025, «[Desafíos y políticas en la era de la longevidad](#)» en el IM09/2025 y «[Las claves de la productividad](#)» en el IM01/2026.

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

16. Zettelmeyer, J., *op. cit.*

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	01/26	02/26	03/26
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,8	2,1	2,0	2,1	2,3	2,0	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,5	4,8	4,9	4,6	3,9	4,5	4,1	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	96,1	99,8	93,1	97,4	94,2	89,0	91,0	91,8
Producción industrial	–0,7	1,2	0,7	0,5	1,7	1,7	2,3	1,4	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	49,9	48,8	48,7	48,2	52,6	52,4	52,7
Viviendas iniciadas (miles)	1.371	1.357	1.401	1.354	1.346	1.328	1.487	...	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	330	339	339	338	337	341	343	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,1	4,2	4,3	4,5	4,3	4,4	4,3
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,1	59,8	60,0	59,8	59,6	59,7	59,4	59,3	59,2
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,8	–3,4	–3,5	–3,6	–3,4	–3,0	–2,7	–2,5	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,9	2,6	2,7	2,4	2,9	2,7	2,4	2,4	...
Inflación núcleo	3,4	2,9	3,1	2,8	3,1	2,6	2,5	2,5	...

## JAPÓN

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
<b>Actividad</b>									
PIB real	–0,2	1,2	1,6	2,1	0,7	0,4	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	37,2	34,7	34,7	32,8	34,6	36,8	37,9	40,0	...
Producción industrial	–3,0	0,1	2,8	0,1	–1,1	–1,3	2,6	0,3	...
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	2,7	2,6	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,9	–0,7	–0,5	–0,4	–0,2	–0,3	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,7	3,2	3,8	3,4	2,9	2,7	1,5	1,3	...
Inflación subyacente	2,4	3,0	2,7	3,2	3,2	3,0	2,7	2,6	...

## CHINA

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
<b>Actividad</b>									
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	...	2,8	...
Producción industrial	5,6	5,9	6,8	6,2	5,8	5,0	...	6,3	...
PMI manufacturas (oficial)	49,8	49,6	49,9	49,4	49,5	49,4	49,3	49,0	50,4
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	997	1.193	1.086	1.146	1.176	1.193	1.177	1.237	...
Exportaciones	4,6	5,5	5,7	6,0	6,5	3,8	9,8	39,4	...
Importaciones	1,0	0,0	–6,8	–0,8	4,5	2,9	25,6	13,8	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	0,2	0,1	–0,1	0,0	–0,2	0,6	0,2	1,3	...
Tipo de interés de referencia <sup>3</sup>	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	6,9	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 &amp; 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	01/26	02/26	03/26
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	1,3	2,4	2,3	3,0	2,0	2,2	2,0	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	-2,9	1,5	1,3	1,2	1,6	2,1	-1,2	...	...
Confianza del consumidor	-12,6	-13,4	-12,7	-14,2	-13,6	-12,9	-12,5	-12,3	-16,3
Sentimiento económico	95,9	95,9	95,9	94,8	95,9	97,2	99,2	98,2	96,6
PMI manufacturas	45,9	49,1	47,6	49,3	50,1	49,5	49,8	50,8	51,6
PMI servicios	51,5	51,3	51,0	50,1	50,9	53,0	51,6	51,9	50,2
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) ( <i>variación interanual</i> )	1,0	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	-	-	-
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,1	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	7,8	...
Italia (% pobl. activa)	6,6	6,1	6,4	6,3	6,0	5,7	5,2	5,3	...
<b>PIB real (<i>variación interanual</i>)</b>	0,9	1,5	1,6	1,6	1,4	1,2	-	-	-
Alemania ( <i>variación interanual</i> )	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	-	-	-
Francia ( <i>variación interanual</i> )	1,1	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2	-	-	-
Italia ( <i>variación interanual</i> )	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	01/26	02/26	03/26
General	2,4	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	1,7	1,9	2,5
Núcleo	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,2	2,4	2,3

## 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	01/26	02/26	03/26
<b>Saldo corriente</b>	3,4	8,4	3,0	3,5	4,6	8,4	2,2	...	...
Alemania	5,9	18,5	5,5	6,7	9,5	18,5	4,5	...	...
Francia	0,1	-1,3	0,0	-0,3	-1,1	-1,3	-0,2	...	...
Italia	1,1	5,0	0,9	1,3	2,4	5,0	1,3	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,2	96,1	92,8	96,2	97,9	97,5	97,4	97,3	96,5

## 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	01/26	02/26	03/26
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	2,8	2,9	...
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	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 <sup>4</sup> (%)	4,9	3,4	3,9	3,4	3,2	3,3	3,3	3,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%)	4,6	3,7	4,0	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,5	5,4	5,8	5,3	...
Otros depósitos a corto plazo	12,4	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,6	0,2	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	14,6	11,0	4,4	0,9	1,3	-1,3	...
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.

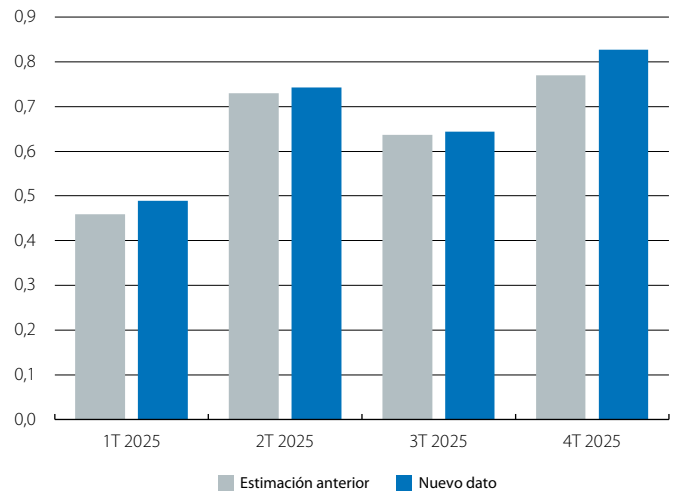
## La economía española resiste

**La inestabilidad geopolítica complica el escenario macroeconómico.** El complejo contexto internacional de los últimos años se ha visto nuevamente sacudido por la guerra en Oriente Próximo, acentuando los riesgos a la baja de nuestro escenario, sobre todo por el encarecimiento de la energía. Aunque aún es pronto para evaluar su impacto sobre la economía, dada la elevada incertidumbre sobre su duración y alcance, afrontamos la situación desde un punto de partida relativamente favorable: la economía española mostró una dinámica muy robusta a finales de 2025, lo que nos llevó a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2026 hasta el 2,4% en febrero, antes del estallido de la crisis. Además, los indicadores de actividad del 1T han seguido en cotas enérgicas. A esto se suma la reducción del déficit público y del endeudamiento externo en los últimos años, factores diferenciales respecto a crisis anteriores.

Desde CaixaBank Research estimamos que, si el aumento del coste de la energía es temporal y moderado, en consonancia con lo que han apuntado los futuros del petróleo y del gas durante el mes de marzo, las previsiones de crecimiento para la economía española apenas se debilitarían unas décimas. Aun así, el impacto no sería homogéneo en toda la economía, siendo la industria intensiva en energía, el transporte y el agroalimentario los sectores más afectados. El efecto sería menor que en la eurozona, dada la menor dependencia española de los flujos energéticos con origen en Oriente Próximo (alrededor del 5% del petróleo y menos del 2% del gas natural licuado que llega a España pasa por el estrecho de Ormuz) y el mayor peso de las renovables en el mix energético. Además, para mitigar los efectos de la crisis, el Gobierno ha aprobado un paquete de medidas valorado en unos 5.000 millones de euros, que incluye rebajas fiscales sobre los combustibles, el gas y la producción eléctrica, así como ayudas directas a sectores y hogares (véase el Focus «[La crisis en Irán: cuánto puede afectar a la economía española](#)» en este mismo informe). En cualquier caso, será necesario seguir de cerca la evolución del conflicto, si la guerra se resuelve rápidamente o se prolonga en el tiempo y, sobre todo, la gravedad de los daños sufridos en las infraestructuras energéticas.

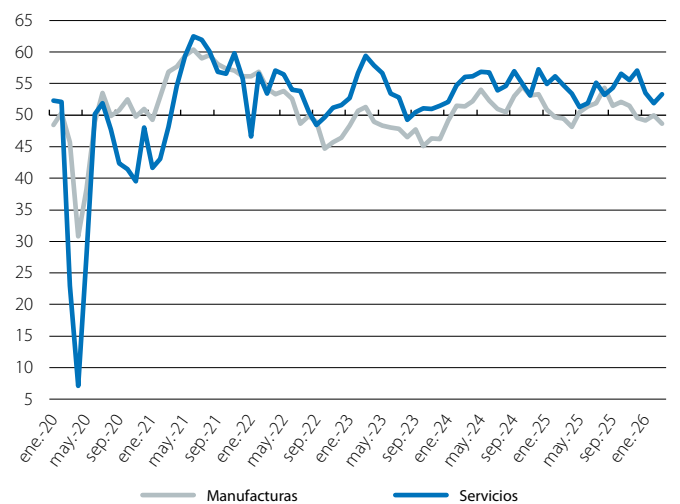
**Los indicadores de actividad apuntan a un crecimiento dinámico en el 1T.** La adversa meteorología y las interrupciones en el tráfico ferroviario lastraron la actividad en el arranque del año, pero se han ido reacelerando hasta cerrar un trimestre dinámico. Por el lado de los servicios, el índice PMI repuntó en marzo hasta los 53,3 puntos, compensando gran parte de la caída experimentada en febrero: se sitúa 3,5 puntos por debajo del registro del trimestre anterior, pero apunta a un crecimiento todavía notable en el sector (por encima de 50 puntos marca expansión). Por su parte, el PMI de manufacturas se redujo 1,8 puntos en el promedio del 1T respecto al 4T 2024, hasta los 49,3 puntos, anticipando un posible retroceso del sector industrial, motivado por la creciente incertidumbre. Por el lado del consumo, las ventas minoristas sin estaciones de servicio, en volumen y desestacionalizadas, cayeron en enero-febrero un 0,4% respecto al promedio del 4T 2025, el primer descenso desde el 1T 2023. Sin embargo, el [Monitor de Consumo de CaixaBank Research](#), con datos para el

### España: PIB Variación intertrimestral (%)



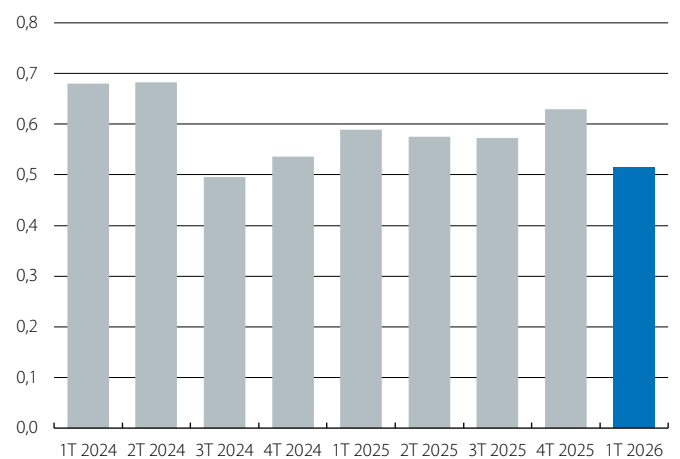
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: PMI Nivel



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

### España: afiliados a la Seguridad Social Variación intertrimestral (%)



Nota: Serie desestacionalizada.

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

conjunto del trimestre, crece un 3,5% interanual, por debajo del 4,6% del trimestre anterior, aunque el perfil mensual es muy revelador: en enero creció un robusto 4,0%; en febrero se desplomó hasta el 1,8%, en gran medida por el comportamiento de la primera mitad del mes debido al mal tiempo; y en marzo repuntó hasta el 4,7%. En su conjunto, los indicadores disponibles sugieren un crecimiento del PIB en el 1T en torno al 0,4%-0,5% intertrimestral.

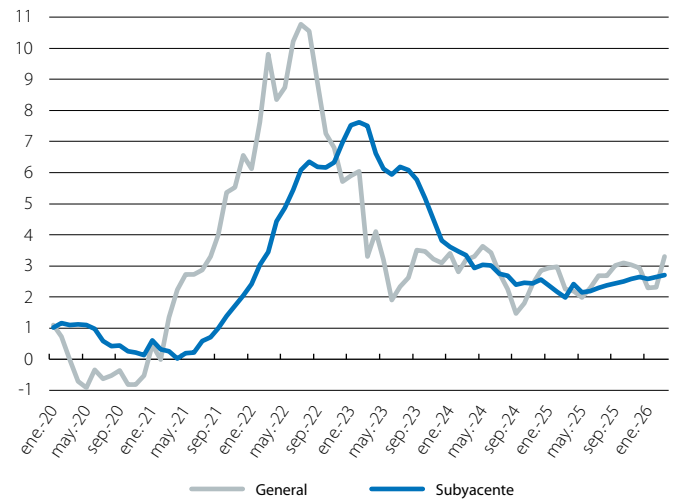
**La robustez del empleo se mantiene en marzo.** Los afiliados a la Seguridad Social aumentaron en marzo en 211.511 personas (un 0,98% intermensual), algo por encima de lo habitual en este mes en los últimos años (0,91% de media en 2023-2025). De este modo, en el conjunto del 1T la afiliación en términos desestacionalizados desaceleró levemente su ritmo de crecimiento, en 0,1 p. p., hasta un avance del 0,5% intertrimestral.

**Donde mejor se aprecia el impacto del conflicto en Oriente Próximo y de las medidas del Gobierno es en el repunte de la inflación.** Según el indicador adelantado del IPC, la inflación general se situó en marzo en el 3,3%, 1 punto por encima del mes anterior. Sin embargo, el repunte habría sido aún mayor sin las medidas adoptadas por el Gobierno, acercándose al 4,0%. La inflación subyacente, que excluye los precios de la energía, se mantuvo en el 2,7%, pero si el conflicto se alargara, y las presiones sobre los costes de la energía se mantuvieran, también se podría ver afectada. El repunte del precio de la energía introduce riesgos al alza en nuestra previsión de inflación. El escenario de previsiones contempla una inflación del 2,4% para el conjunto del año, pero podría situarse alrededor del 3% si los precios del petróleo y el gas evolucionan de acuerdo con lo que han contemplado los mercados de futuros durante el mes de marzo, aunque la tregua anunciada recientemente, de consolidarse, podría moderar el alcance del repunte.

**La reducción del déficit público de los últimos años ayuda a afrontar el nuevo shock.** El déficit de las Administraciones públicas se situó en 40.330 millones de euros en 2025 (2,4% del PIB), lo que supone 8 décimas menos que el año anterior y el mejor registro desde 2007. De este modo, el déficit mejoró en 1 décima el objetivo marcado por el Gobierno. Si excluimos el impacto presupuestario derivado de la DANA, que no computa en términos de las reglas fiscales europeas, el déficit pasa del 2,9% al 2,2%.

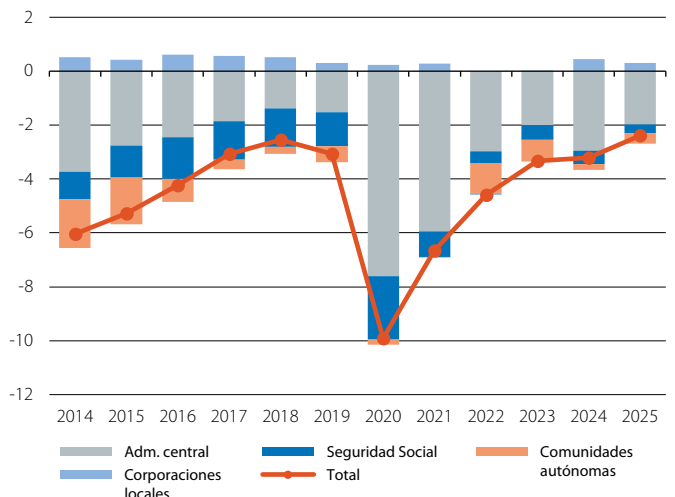
**El endeudamiento externo se mantiene en cotas relativamente bajas y es otro factor diferencial respecto a crisis anteriores.** El déficit de la posición de inversión internacional neta (PIIN, saldo de los activos y pasivos financieros frente al resto del mundo) creció 3,8 p. p. en 2025, hasta el 44,8% del PIB, pero se mantiene en un nivel reducido respecto a años anteriores (-83,6% de media en 2014-2019) y muy lejos del máximo histórico de 2009 (-97,2%). El deterioro fue consecuencia, exclusivamente, de un efecto de valoración negativo, ligado a los precios y el tipo de cambio (la revalorización y la apreciación del euro impactaron más en los pasivos que en los activos), mientras que las transacciones financieras netas fueron positivas (el activo aumentó más que el pasivo). La deuda externa bruta (saldo de los pasivos que generan obligaciones futuras de pago) creció ligeramente hasta el 163,6% del PIB (162,9% en 2024), aunque sigue por debajo del nivel de 2019 (168,6%).

**España: IPC**  
Variación interanual (%)



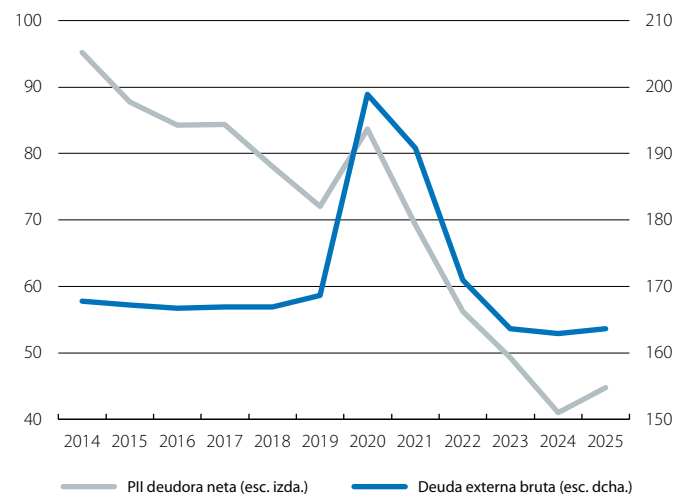
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: saldo de las Administraciones públicas**  
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.

**España: PIIN deudora y deuda externa bruta**  
(% sobre el PIB)



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

## La transmisión del ciclo de tipos de interés a los hogares españoles: evidencia micro de un ajuste moderado y una recuperación gradual

El cambio de ciclo monetario iniciado en 2022 –con un rápido aumento de los tipos de interés para contener el repunte de la inflación– y las posteriores bajadas a partir del verano de 2024 ofrecen una oportunidad única para analizar con precisión cómo las variaciones de los tipos se trasladan a las finanzas de los hogares y, en última instancia, al consumo. El contexto es bien conocido. En la primavera de 2022, el euríbor a 12 meses se situaba en terreno negativo. Sin embargo, las subidas de tipos del BCE, iniciadas en el verano de ese año para frenar las presiones inflacionistas asociadas al encarecimiento energético por el conflicto en Ucrania, impulsaron el euríbor hasta alcanzar un máximo del 4,2% en el otoño de 2023. Posteriormente, a partir del verano de 2024, una vez la inflación se estabilizó en niveles algo superiores al 2%, el BCE inició un proceso de relajación monetaria y, en la antesala del estallido de la guerra en Oriente Próximo, el euríbor se situaba en torno al 2,25% (desde entonces, ha mostrado volatilidad y se ha emplazado por encima del 2,5% en marzo). Estas subidas y bajadas del euríbor tienen un impacto directo sobre los hogares con hipotecas a tipo variable, ya que la cuota hipotecaria se actualiza –habitualmente con periodicidad anual– en función del nivel de esta tasa.

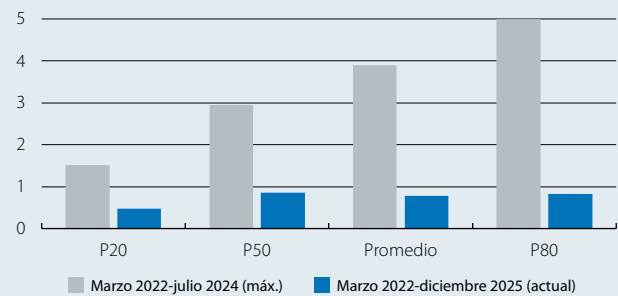
El uso de datos internos y debidamente anonimizados de CaixaBank –que permiten seguir mes a mes la evolución de cuotas hipotecarias, los ingresos, el consumo y el endeudamiento de cientos de miles de hogares– ofrece una visión especialmente rica y granular de este proceso de transmisión. En concreto, el análisis se basa en una muestra amplia y representativa de hogares de 2022 con una única hipoteca:<sup>1</sup> el 67% tienen un préstamo a tipo variable (incluidas las hipotecas mixtas) y el 33%, a tipo fijo. Estas proporciones son coherentes con la información de la Asociación Hipotecaria Española, según la cual las hipotecas a tipo fijo representaban en 2023 el 32% del saldo hipotecario total.

El resultado es una fotografía dinámica que muestra con claridad cómo los hogares con hipotecas a tipo variable absorben progresivamente el impacto del encarecimiento de las cuotas durante las subidas de tipos y cómo, posteriormente, se benefician del alivio asociado a la relajación del euríbor.

Comenzamos analizando la evolución de las principales métricas hipotecarias. En marzo de 2022, el tipo de interés

1. Consideramos que la muestra es representativa porque incluye un volumen amplio de clientes con hipoteca en todo el territorio y la cuota de hipotecas fijas/variables está muy alineada con la registrada por la AHE.

**España: variación de la carga financiera relativa de los hogares con hipoteca a tipo variable por deciles de la carga financiera (p. p.)**



**Notas:** La carga financiera relativa corresponde a la ratio de la cuota hipotecaria respecto a los ingresos del hogar mensualizados de los últimos seis meses o DSTI, por sus siglas en inglés (debt service-to-income ratio). Los percentiles y el promedio corresponden al nivel de carga financiera relativa.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos internos anonimizados.

medio de las hipotecas en España (en total, ya sean a tipo fijo o variable) era del 1,5%, según datos del Banco de España. Más de dos años después, en julio de 2024, el tipo había aumentado hasta el 3,7%. Y, posteriormente, en diciembre de 2025, una vez consolidado el proceso de bajadas, el tipo era del 2,8%. En paralelo, nuestros datos internos muestran que el saldo vivo de los hipotecados a tipo variable en nuestra muestra se redujo un 14% entre marzo de 2022 y julio de 2024.

Para evaluar la evolución de la carga financiera de los hogares, analizamos la ratio de la cuota hipotecaria respecto a los ingresos mensuales del hogar en los últimos seis meses o DSTI (por sus siglas en inglés, *debt service-to-income ratio*). En nuestra muestra interna, la DSTI mediana de los hogares con hipoteca a tipo variable aumentó cerca de 3 p. p. entre marzo de 2022 y julio de 2024. No obstante, este incremento habría sido significativamente superior de no haberse producido un dinámico crecimiento de los ingresos observado durante este periodo. A partir de entonces, entre el verano de 2024 y finales de 2025, la DSTI mediana se ha reducido en 2,1 puntos y se ha situado todavía 0,9 puntos por encima del nivel previo a las subidas de tipos. Esta evolución refleja tanto la mejora de los ingresos como el impacto de la relajación monetaria.

Con este contexto financiero, y con el objetivo de aislar el efecto de los tipos de interés del resto de factores que influyen en el consumo, realizamos un análisis econométrico (con una técnica denominada «de diferencias en diferencias») que estima el impacto causal del aumento y posterior bajada de los tipos de interés en el consumo. El

consumo viene definido como el gasto realizado por los hogares con tarjeta, mediante recibos y también a través de reintegros de efectivo. La estrategia compara la evolución del consumo de los hogares con hipoteca a tipo variable a lo largo del periodo de análisis con la de un grupo de control formado por hogares con hipoteca a tipo fijo. El resultado muestra el cambio del consumo observado en cada momento de los hogares con hipoteca a tipo variable respecto a la situación en la que no se les hubiese revisado la cuota.<sup>2</sup> Antes del inicio del ciclo de subidas, los patrones de gasto de los hogares con hipotecas variables y fijas evolucionaban de forma prácticamente paralela, lo que refuerza la validez de esta aproximación.

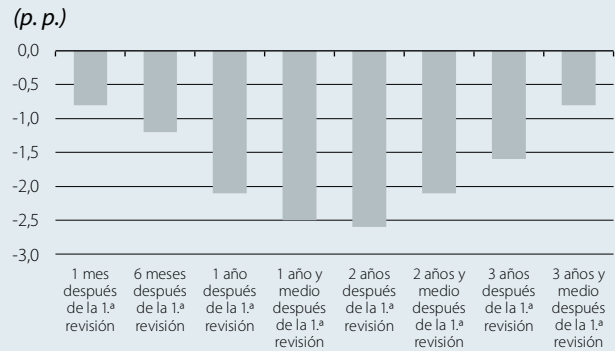
Los resultados muestran que, en el 1T 2024 –el momento de mayor impacto de la política monetaria sobre el consumo en nuestro análisis–, el consumo de los hogares con hipoteca a tipo variable fue un 2,7% menor al que hubieran tenido sin las subidas del euríbor, un efecto estadísticamente significativo aunque de magnitud relativamente moderada. El ajuste del consumo fue gradual: seis meses después de la primera revisión de la cuota, el consumo se había reducido un 1,2%; tras 12 meses, la caída alcanzaba el 2,1%; y, al cabo de 18 meses, se situaba en el 2,5%.

El inicio de las bajadas de tipos en verano de 2024 marca un punto de inflexión. Tras varios trimestres de ajuste, la relajación del euríbor comenzó a reflejarse en las cuotas y, posteriormente, también en el consumo. En el 4T 2025, el gasto de los hogares con hipoteca a tipo variable aumentó un 1,8% respecto al consumo anterior a las primeras bajadas de tipos como consecuencia de la reducción de las cuotas, un efecto también estadísticamente significativo. Una manera ilustrativa de interpretar el número es la siguiente: en el 4T 2025, la cuota mediana de los hogares hipotecados a tipo variable se redujo en aproximadamente 40 euros vía menores intereses respecto a antes de las primeras bajadas de tipos. Y el consumo mediano de estos hogares aumentó unos 30 euros, de forma que decidieron consumir tres cuartas partes de la totalidad de la reducción de la cuota.

Aunque esta magnitud puede parecer modesta a nivel individual, su impacto agregado es relevante. Dado que los hogares con hipoteca a tipo variable representan alrededor del 22% del consumo privado agregado en España, este repunte observado a lo largo de 2025 contribuyó a aumentar en torno a 0,4 p. p. el crecimiento agregado del consumo. En términos de PIB, el impacto equivale aproximadamente a 2 décimas.

2. El análisis controla por efectos fijos mensuales y por características observables del hogar, como ingresos, ahorro y variables demográficas, y sigue la metodología de Callaway y Sant’Anna (2021) para tratamientos escalonados en el tiempo. La estrategia de identificación explota el hecho de que las cuotas se revisan en distintos momentos en el tiempo (para las hipotecas a tipo variable) o no cambian (para tipo fijo).

**España: impacto del ciclo de tipos sobre el consumo de los hogares con hipoteca a tipo variable**



**Notas:** Estimaciones obtenidas mediante un modelo de diferencias en diferencias. Todas las variables están mensualizadas y agregadas a nivel de hogar. El consumo corresponde al consumo mensual mediante tarjeta y recibos, e incluye también los reintegros.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos internos anonimizados.

Finalmente, tras el aumento y la posterior bajada de los tipos, el consumo de estos hogares en diciembre de 2025 se situaba solo un 1,0% por debajo de lo que habría sido en ausencia de variaciones en los tipos de interés. Este ejercicio constituye, hasta donde sabemos, el primer análisis para España que combina una muestra amplia de microdatos bancarios con técnicas econométricas avanzadas para estimar de forma causal la transmisión de la política monetaria al consumo de los hogares. La DSTI permite medir el grado de tensión financiera; la evolución de las cuotas y de los ingresos muestra cómo los cambios de tipos afectan a los presupuestos familiares, y el consumo revela la respuesta final de los hogares.

Los tipos de interés no son una variable abstracta: condicionan directamente las decisiones de gasto de millones de hogares. Los resultados muestran que la política monetaria del último ciclo ha influido de forma clara, aunque con intensidad moderada, en el consumo de los hogares en España, y que las bajadas de tipos han tenido un impacto tangible a la hora de impulsar el gasto de los hogares con hipotecas a tipo variable. Además, disponer de esta muestra única y de una metodología econométrica tan potente nos permitirá, en el futuro, analizar el impacto sobre el consumo de nuevos giros de la política monetaria, como el que podría suceder con el conflicto en Oriente Próximo.

*Eduard Alcobé, Javier Garcia-Arenas, Alberto Graziano y Josep Mestres*

## NGEU: la ejecución va avanzando, pero llega la hora de la verdad

La ejecución de los fondos Next Generation (NGEU) a través del Plan de Recuperación y Resiliencia continúa ganando tracción, aunque el calendario aprieta y la recta final obliga a redoblar esfuerzos. No en vano, el 31 de agosto, como fecha límite, deberán haberse asignado todas las inversiones financiadas con subvenciones y préstamos mediante la resolución de las convocatorias y licitaciones pertinentes, y deberá justificarse ante la Comisión Europea el cumplimiento de todos los hitos. Asimismo, España deberá presentar las solicitudes de pago antes del 30 de septiembre, mientras que la Comisión tendrá como fecha límite el 31 de diciembre para efectuar los desembolsos, ya que solo dispondrá hasta entonces para certificar las inversiones, es decir, acreditar que el dinero se ha destinado a los proyectos comprometidos.

### El estado de la cuestión y un cronograma apretado

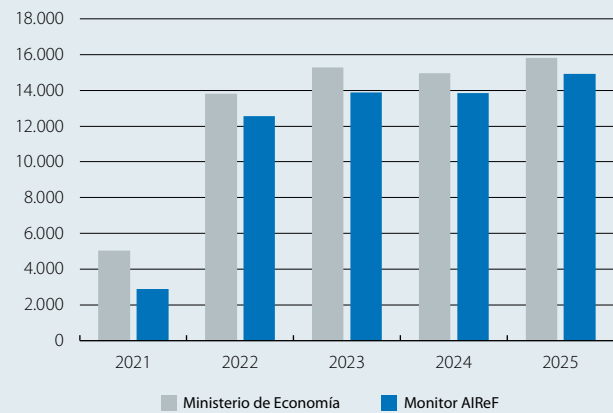
España ha completado, según datos del Scoreboard del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia que elabora la propia Comisión Europea, el 54% de los hitos previstos en el Plan, incluidos los más estructurales –reforma laboral y de pensiones–; sin embargo, aún quedan 224 hitos por cumplir, asociados a 24.800 millones en transferencias y 6.500 millones en préstamos. Muchos de estos hitos exigen inversiones complejas: el despliegue de renovables, la digitalización de pymes, las infraestructuras de recarga para vehículos eléctricos, la modernización de regadíos, la rehabilitación energética de viviendas y las actuaciones en gestión del agua. Entre los hitos pendientes más retadores figuran la digitalización de administraciones regionales y locales y la parte de la reforma fiscal comprometida referente al aumento de la tributación del diésel.

En cuanto a las transferencias, España ha recibido desembolsos de la Comisión Europea por valor de 55.090 millones de euros, sobre un total asignado de 79.800 millones. Asimismo, tras la aprobación de la Adenda por parte de la Comisión Europea, España optó, a finales de 2025, por no solicitar la práctica totalidad de los préstamos del NGEU, de modo que, finalmente, solo recurrirá a 22.800 millones de euros, frente a los 83.200 millones previstos inicialmente. Esta decisión se explicó porque el coste de la financiación del NGEU era, a finales del año pasado, muy similar al de la financiación en los mercados. De los 22.800 millones en préstamos, la Comisión Europea ya ha transferido 16.270 millones hasta la fecha.

A principios de marzo, España presentó la sexta solicitud de pago del Plan de Recuperación. El importe solicitado asciende a 7.256 millones de euros –6.205 millones en transferencias y 1.051 millones en préstamos–. Una vez

### España: grado de ejecución del PRTR

Total de subvenciones NGEU (millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Portal de Seguimiento ELISA del Ministerio de Economía y del Monitor AIReF.

que la Comisión valide esta solicitud, el porcentaje de hitos satisfecho por España ascenderá del 54% al 70%, lo que la situaría entre los países europeos con mayor grado de cumplimiento.<sup>1</sup>

El impacto del NGEU en el crecimiento del PIB de 2026 se estima entre 0,4 p. p. y 0,6 p. p. Este impulso procede de dos vectores diferenciados pero complementarios. Por un lado, en 2026 deberán ejecutarse todos los fondos pendientes en subvenciones: 15.000 millones, según la herramienta ELISA del Ministerio de Economía, y más de 20.000, según la AIReF, aunque 2.800 ya están asignados al Fondo España Crece, que invertirá más allá de 2026. La cifra encaja con el ritmo de ejecución de años anteriores, pero el desafío radica en concentrar toda esta actividad antes del 31 de agosto, plazo límite fijado por el mecanismo europeo. Por otro lado, se espera un mayor dinamismo en los proyectos financiados con préstamos, tras un 2025 en el que su despliegue fue todavía incipiente. Hasta noviembre de 2025, se habían aprobado operaciones financiadas con estos préstamos por alrededor de 7.000 millones de euros y existía, además, un *pipeline* de proyectos en fase de identificación y evaluación por un importe adicional cercano a 5.000 millones.

En este contexto, 2026 será un año decisivo. Más allá de este año, las inversiones seguirán desplegándose sin un efecto acantilado, apoyadas por la creación de un fondo soberano llamado España Crece, que se financia con 10.500 millones de euros en préstamos Next Generation no utilizados y con 2.800 millones adicionales en transferencias no reembolsables, que elevan el capital inicial

1. Entre los principales países europeos, Alemania ha cumplido el 61% de los hitos, Italia el 64%, Polonia el 45%, Portugal el 60% y Francia el 83%.

asociado a esta iniciativa a 13.300 millones. El fondo será gestionado por el ICO, que convertirá con el sector privado en proyectos estratégicos para elevar el crecimiento potencial.

Tras haber revisado el cronograma, analizamos en la siguiente sección cómo está avanzando la ejecución en la práctica.

**Ejecución hasta 2025: más luces que sombras**

Entre 2021 y diciembre de 2025, se habían «ejecutado» –es decir, resuelto convocatorias y licitaciones por las distintas Administraciones públicas– 59.000 y 64.900 millones de euros en subvenciones del NGEU, según el Monitor de la AIReF y la herramienta ELISA del Ministerio de Economía, respectivamente, lo que equivale a entre el 74% y el 81% del total del programa (79.800 millones de euros).<sup>2</sup> El ritmo de ejecución anual en 2025 fue ligeramente superior al de 2024: en 2025 se ejecutaron alrededor de 15.000 millones de euros,<sup>3</sup> lo que supone cerca de 1.000 millones más que en 2024, un aumento en el que coinciden ambas métricas.

Si miramos la última fase de ejecución, es decir, los fondos que han llegado al tejido productivo, las cifras son inferiores a las adjudicadas en convocatorias y licitaciones, ya que transcurre un tiempo hasta que se realiza el pago y, en ocasiones, los beneficiarios deben presentar documentación adicional, lo que demora su recepción. Según Eurostat, el gasto público efectivo financiado por fondos europeos NGEU fue de 31.000 millones entre 2021

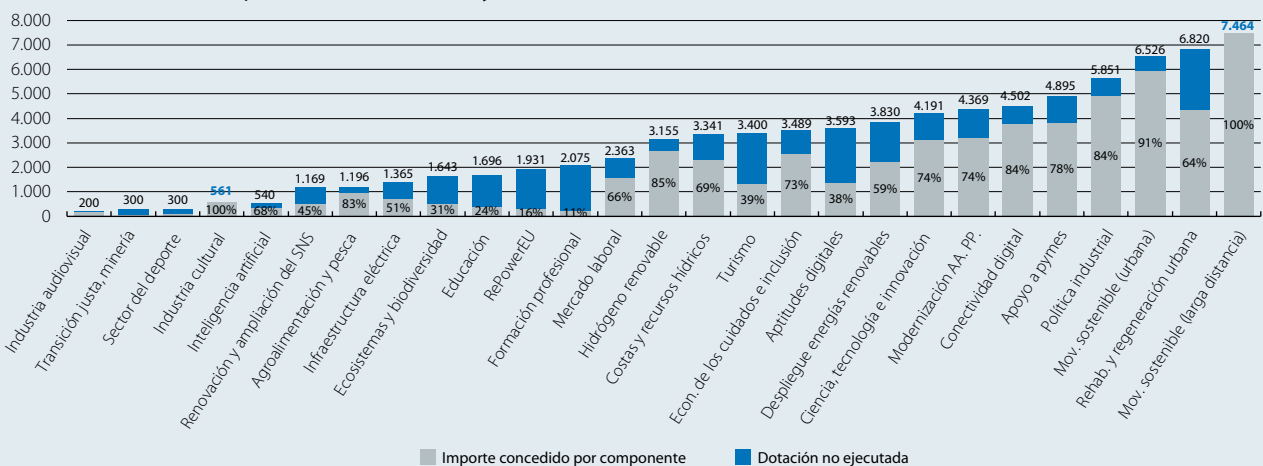
y 2024. Asimismo, entre 2021 y noviembre de 2025, la Administración General del Estado realizó pagos por valor de 46.000 millones de euros, montante que incluye transferencias a otras administraciones y entes o empresas públicos.

El análisis por componentes hasta diciembre de 2025 desarrollado por la AIReF muestra una fotografía heterogénea. El segundo gráfico revela que las áreas con mayor grado de ejecución relativa respecto a la dotación total son movilidad sostenible –tanto urbana como de larga distancia–, conectividad digital y política industrial. En cambio, los retrasos más acusados se concentran en rehabilitación energética y regeneración urbana (que incluye las rehabilitaciones del parque residencial y la construcción y rehabilitación de más de 20.000 viviendas de alquiler social), energías renovables, recursos hídricos, formación profesional y educación, turismo y ciencia y tecnologías. Cabe destacar que faltan por ejecutar casi 2.500 millones en rehabilitación y regeneración y cerca de 2.000 millones de euros en turismo, formación profesional y aptitudes digitales.

El análisis regional muestra que las comunidades más grandes en población y PIB encabezan el volumen total de fondos ejecutados.<sup>4</sup> Sin embargo, esta ventaja se reduce al ajustar los datos por habitante. En términos per cápita, destacan regiones con menor población pero con grandes proyectos industriales, como Aragón, cuyo dinamismo se explica por inversiones vinculadas al PERTE del vehículo eléctrico –incluyendo la planta de baterías, la

**España: dotación y porcentaje concedido por componentes**

(Millones de euros, solo aplica a las subvenciones, y %)



**Nota:** Datos hasta diciembre.  
**Fuente:** Monitor AIReF.

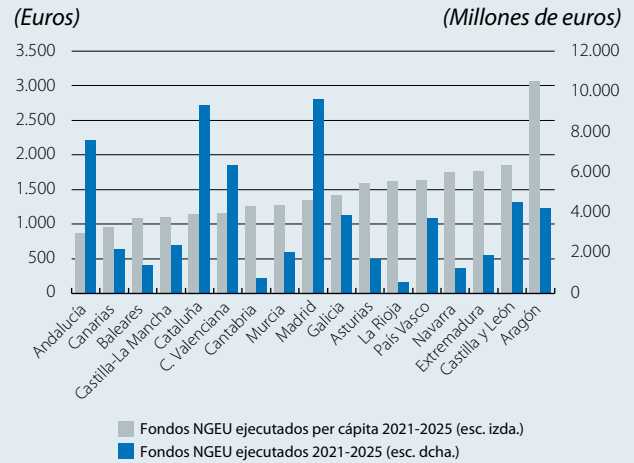
- Es normal que los números no coincidan completamente; la diferencia metodológica clave reside en el criterio de registro. ELISA considera una convocatoria como «resuelta» cuando existen adjudicatarios finales identificados, aunque no se haya producido todavía la firma de contratos ni, en algunos programas, una concesión individualizada en sentido estricto. En cambio, el Observatorio de la AIReF solo incorpora contratos una vez firmados y subvenciones cuando existe un acto formal de concesión con beneficiario e importe concreto, por lo que su seguimiento se sitúa en una fase posterior del proceso administrativo.
- En concreto, 15.800 millones según ELISA y 14.900 según la AIReF.
- Se incluyen todas las convocatorias y licitaciones en cada comunidad, ya sean convocadas por la Administración central, la autonómica o la local.

expansión de Stellantis y otros proyectos asociados—. Otras regiones, como Asturias o La Rioja, también reflejan este patrón, con una elevada ejecución per cápita.

El balance, por tanto, es relativamente positivo, pero no conviene caer en la complacencia: la ejecución avanza, el impacto macro se consolida y las reformas más relevantes ya están en marcha, pero la hora de la verdad está a la vuelta de la esquina. La capacidad para movilizar, priorizar y absorber el grueso de las inversiones pendientes determinará si el Plan cumple plenamente su promesa transformadora.

Javier Garcia-Arenas

**España: fondos NGEU por CC. AA.**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del portal ELISA del Ministerio de Economía.

## España ante el nuevo *shock* energético: una comparativa con Europa

La reciente escalada del conflicto en el Golfo Pérsico, con el estallido de la guerra en Irán, ha vuelto a situar la energía en el centro de la agenda económica global. Aunque el alcance y la duración del conflicto siguen siendo inciertos, los mercados, especialmente los de petróleo y gas natural, han reaccionado con rapidez. En este contexto, analizamos cuál es la posición de la economía española ante este nuevo *shock* energético.

Desde el punto de vista del aprovisionamiento, uno de los principales puntos fuertes de España es su baja exposición directa al Golfo Pérsico. En torno al 10% del petróleo importado procede de la región (principalmente de Arabia Saudí e Irak), mientras que en el caso del gas natural este porcentaje es inferior al 2%, con principal origen en Catar. Esta limitada dependencia reduce el riesgo de interrupciones físicas en el suministro. No obstante, el carácter global de estos mercados implica que un aumento sostenido de las tensiones geopolíticas se traslada a los precios con independencia del origen de las importaciones.

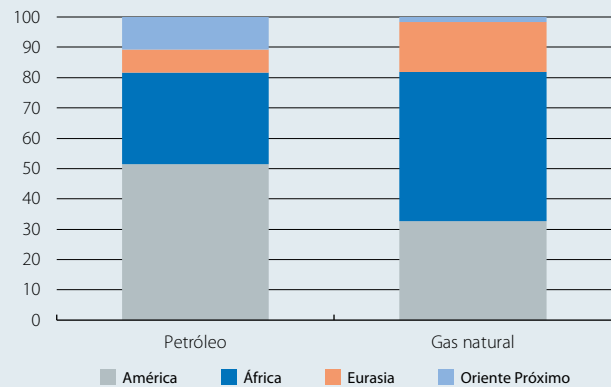
En comparación con el conjunto de la UE, España presenta una exposición algo menor al Golfo Pérsico, pero una mayor dependencia de Argelia y Nigeria en las importaciones de petróleo y gas, así como de EE. UU. en las importaciones de gas. El peso del gas de origen argelino en las importaciones constituye una ventaja comparativa, ya que su transporte se realiza fundamentalmente por gasoducto. Este tipo de suministro es menos susceptible de ser redirigido a otros mercados y, por tanto, tiende a ser más estable que el de gas natural licuado (GNL). Asimismo, esta menor capacidad de redireccionamiento, junto con la ausencia de costes asociados a la licuefacción y regasificación, tiende a traducirse en un precio más reducido frente al GNL.

Otro factor estructural relevante es la mejora acumulada en la eficiencia energética de la economía española. Desde comienzos de siglo, la intensidad energética, medida como la cantidad de energía necesaria para generar 1.000 euros de PIB a precios constantes, se ha reducido en torno a un tercio. Este avance contribuye a amortiguar el impacto macroeconómico de un encarecimiento de la energía, al limitar el aumento de los costes de producción y, en última instancia, a los precios finales. Frente a estos elementos favorables, el principal punto débil de España sigue siendo su elevada dependencia energética del exterior: un 70% de las necesidades energéticas tienen que cubrirse con importaciones, una tasa que tan solo es 5 p. menor que a principios de siglo.

En términos de intensidad energética, España se sitúa en niveles muy similares a los de la media europea. Donde sí se observan diferencias significativas es en la dependencia energética total, que es mayor en España que en el resto de Europa. Como podemos observar en el cuarto gráfico, España cubre sus necesidades energéticas en mayor proporción con productos petrolíferos importados, mientras que en el

### España: importaciones de petróleo y gas natural

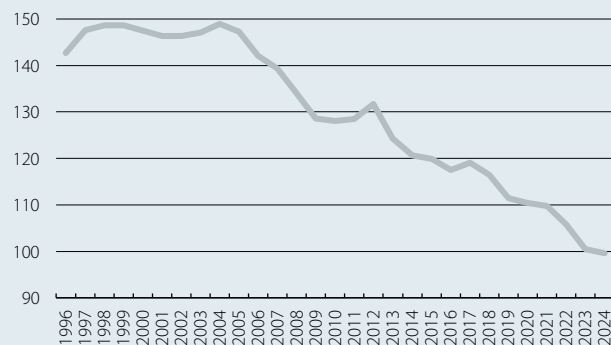
(% sobre el total)



**Notas:** Datos de 2025. Porcentaje sobre el total en volúmenes.  
**Fuente:** CaixaBank, a partir de datos de CORES.

### España: intensidad energética

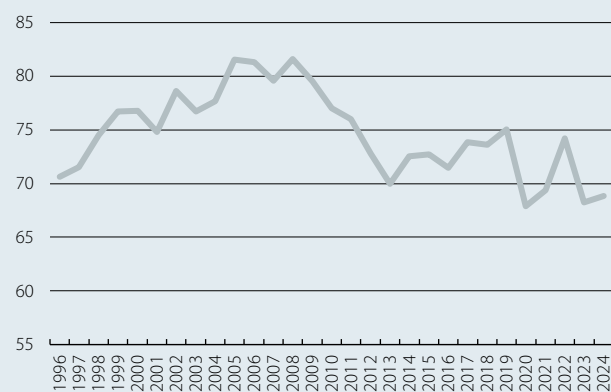
(Unidades de energía por cada 1.000 euros de PIB a precios constantes)



**Notas:** Energía medida en kilogramos de petróleo equivalente. El numerador corresponde a la energía bruta disponible (producción primaria, recuperación y reciclaje, importaciones netas y variación de existencias).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

### España: dependencia energética

Importaciones de energía neta sobre energía bruta disponible (%)



**Nota:** Energía bruta disponible incluye producción primaria, recuperación y reciclaje, importaciones netas y variación de existencias.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

resto de Europa estas se cubren en mayor medida con carbón, del que existen importantes reservas en el continente, especialmente en Alemania y Polonia.<sup>1</sup>

**El mercado eléctrico: la excepción ibérica**

El mercado mayorista de la electricidad es uno de los principales puntos fuertes de la economía española en materia energética frente al resto de Europa. A diferencia del petróleo o el gas, el mercado eléctrico europeo presenta un menor grado de homogeneidad, por lo que los shocks externos no se trasladan de igual manera en todos los países.<sup>2</sup> A pesar del tensionamiento energético, el precio mayorista de la electricidad en la península disminuyó en marzo en términos interanuales, a diferencia de otros países europeos, y se situó, además, en niveles claramente inferiores a los observados en el norte de Europa (véase el quinto gráfico).<sup>3</sup>

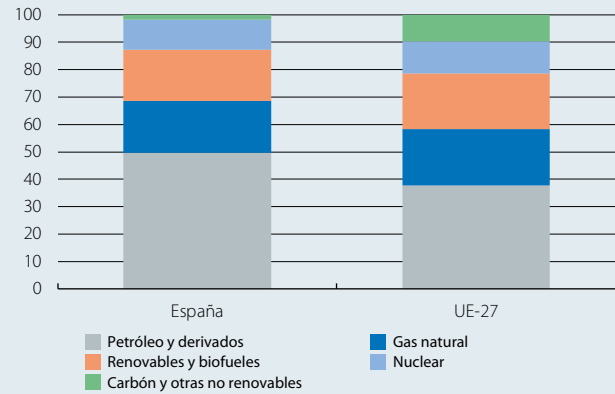
Este comportamiento responde principalmente al mayor peso de las energías renovables en la generación de electricidad en la península. El mercado eléctrico europeo opera bajo un sistema marginalista, en el que la tecnología necesaria para cubrir la última unidad de demanda es la que fija el precio. Su mayor presencia en nuestra economía implica que hay más tramos horarios del día en los que esta se convierte en la energía marginal. Dado que las energías renovables tienen costes marginales muy bajos, especialmente en comparación con los ciclos combinados de gas natural, esto tiende a reducir el precio.<sup>4</sup>

En conjunto, aunque la guerra en Irán introduce un nuevo foco de tensión en los mercados energéticos internacionales, la limitada exposición directa al Golfo Pérsico, los avances en eficiencia energética y las ventajas en el mercado eléctrico posicionan la economía española en buenas condiciones para absorber el shock. Sin embargo, la elevada dependencia energética del exterior sigue siendo un foco de vulnerabilidad. Este balance indica que, aunque España sigue expuesta a un shock de precios, cuenta con ciertos elementos estructurales que podrían mitigar su impacto en comparación con episodios recientes.

*Zoel Martín Vilató*

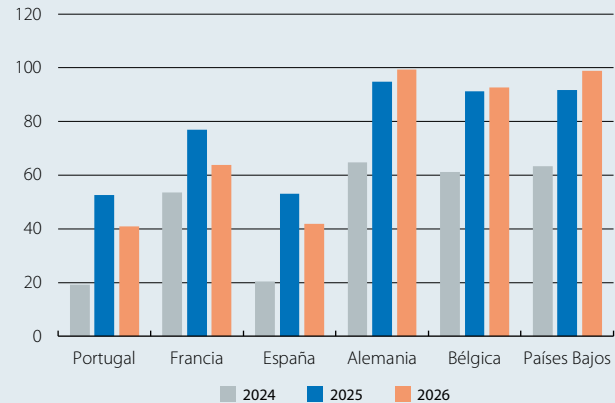
1. Puede resultar sorprendente que el peso agregado de las energías renovables y los biocombustibles en la energía bruta disponible no sea mayor en España, dada su ventaja relativa en la generación de electricidad. Esta aparente discrepancia se explica porque la generación eléctrica es solo una parte del sistema energético total, mientras que otros usos como el transporte siguen presentando una elevada dependencia de productos petrolíferos.
2. Es importante matizar que el precio final que los consumidores pagan por la electricidad incorpora diversos costes fijos (peajes, cargos, impuestos) que elevan de forma significativa la factura, por lo que el mercado eléctrico español supone una ventaja comparativa principalmente para empresas intensivas en el consumo de electricidad. La CNMC estima que el peso de estos costes para los consumidores domésticos supone alrededor de dos tercios de la factura, mientras que para los consumidores industriales supone menos de la mitad.
3. Debido a la fuerte estacionalidad del precio de la electricidad, la comparativa intermensual no es informativa.
4. Asimismo, incluso cuando los ciclos combinados marcan el precio de la electricidad, la posición relativamente ventajosa en el suministro de gas limita el aumento de los costes en comparación con otros países.

**Fuentes de energía**  
(% sobre la energía bruta disponible)



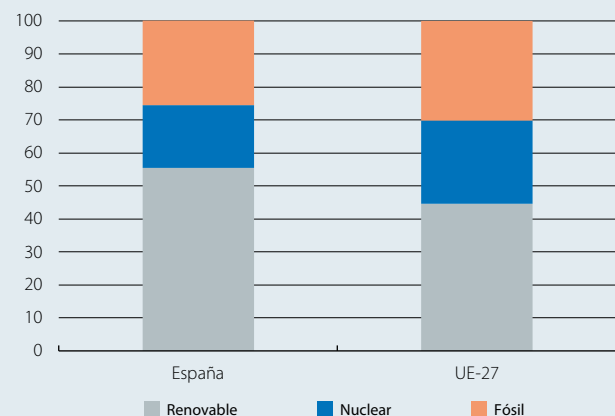
*Notas:* Datos de 2024. Energía bruta disponible incluye producción primaria, recuperación y reciclaje, importaciones netas y variación de existencias.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

**Precios de la electricidad en el mercado mayorista en marzo**  
(euros/MWh)



*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de ESIOS-REE.

**Estructura de la generación de electricidad**  
(%)



*Nota:* Datos promedio de 2025.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Red Eléctrica de España.

## La crisis en Irán: cuánto puede afectar a la economía española

La guerra en Oriente Próximo podría generar un nuevo *shock* económico a nivel global que también afectaría a la economía española. En este artículo, analizamos los tres principales canales a través de los cuales podría impactar: el primero es la inflación, a través del encarecimiento de la energía, de otros productos que provienen del Golfo Pérsico y del aumento de los costes del transporte marítimo; el segundo es la demanda externa, si el conflicto frena el crecimiento de nuestros socios comerciales; y el tercero es el canal financiero, en caso de que aumenten los tipos de interés y se endurezcan las condiciones financieras. A estos tres factores se añade el efecto de la política fiscal, sobre la que el Gobierno ya anunció una primera batería de medidas el pasado 20 de marzo para amortiguar el impacto del *shock*.

### Inflación: el principal canal de impacto a corto plazo

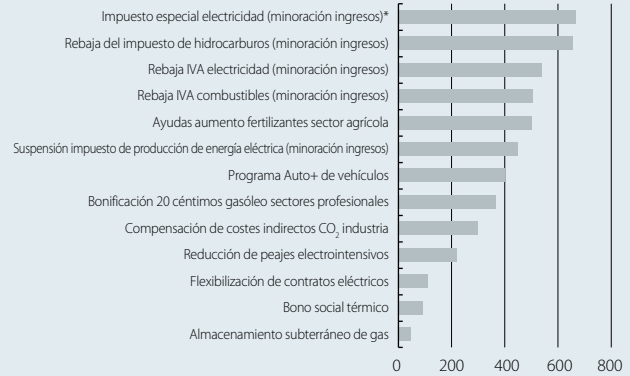
El canal inflacionista combina efectos directos e indirectos. Los directos son los más visibles y los primeros en aparecer: un repunte del precio del petróleo se traslada con rapidez a los carburantes, mientras que un encarecimiento del gas se refleja tanto en el precio del gas natural como en la factura eléctrica, dado su papel clave en la generación de electricidad.

Los efectos indirectos son más graduales, pero también potencialmente relevantes. La energía forma parte de los insumos utilizados en múltiples procesos productivos, de modo que su encarecimiento, si persiste en el tiempo, se traslada, al menos en parte, al resto de productos. La experiencia de 2022 y de otros episodios históricos de aumento del precio de la energía sugiere que este traslado empieza a manifestarse alrededor de nueve meses después del *shock* inicial. A ello se suma el posible encarecimiento de otros *inputs* estratégicos, como los fertilizantes, un componente clave para el sector agrícola, en cuyo mercado Oriente Próximo juega un papel relevante como exportador.

La magnitud del impacto final dependerá de la intensidad y duración del *shock* energético, así como de la respuesta de la política fiscal. Nuestras estimaciones sugieren que un aumento del 10% del Brent en euros incrementa en 0,2 p. p. la inflación general, mientras que un aumento del 10% del gas tiene un efecto más contenido, de alrededor de 0,05 p. p. En un escenario con un precio medio del petróleo en 2026 cercano a los 85 dólares el barril y un precio del gas en torno a los 55 euros, cifras coherentes con los datos de futuros de mercados durante el mes de marzo, el impacto conjunto podría añadir hasta 1 p. p. a nuestra previsión de inflación para este año, actualmente situada en el 2,4%. El paquete de medidas fiscales anunciado por el Gobierno actuaría como un amortiguador. Suponiendo que las medidas se mantengan vigentes hasta junio –condición que, según la ley aprobada, depende de que la inflación de los carburantes y de la electricidad supere el 15% en abril–, estimamos que podrían reducir el impacto del *shock* en 0,4 p. p. y situar la inflación promedio de 2026 en torno al 3%. La tregua en las hostilidades anunciada recientemente, de consolidarse, ayudaría a limitar el repunte de la inflación, aunque también podría implicar que las medidas de apoyo fiscal finalicen anticipadamente.

### España: principales partidas del Plan de Respuesta a la Crisis

(Millones de euros)



**Nota:** \* Estimaciones realizadas a partir de políticas similares en 2022-2023 tras el *shock* energético por la guerra en Ucrania.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BOE y del Ministerio de Hacienda.

### Demanda externa: exposición directa limitada, riesgo indirecto de momento contenido

La exposición directa de España a los países del Golfo Pérsico es limitada.<sup>1</sup> Las exportaciones de bienes y servicios a toda la zona apenas representaron un 2,0% de nuestras exportaciones, lo que equivale al 0,7% del PIB en 2025.

Para valorar qué porcentaje de esta exposición puede estar en riesgo, podemos tomar como referencia el año 2022. La guerra entre Rusia y Ucrania redujo a la mitad las exportaciones de bienes españolas a ambos países. Una caída del 50% de las exportaciones de bienes a la región, descontando el contenido importador, supondría unos 0,15 p. p. menos de crecimiento del PIB. Sin embargo, este umbral parece conservador dada la severidad del conflicto entre Rusia y Ucrania y la imposición de sanciones de la UE sobre Rusia.

Otro foco de riesgo proviene del deterioro del entorno internacional. A modo ilustrativo, estimamos que una ralentización de 1 p. p. en el crecimiento de nuestros mercados de exportación restaría en torno a 0,2 p. p. al crecimiento del PIB. Por ahora, no se prevé una ralentización tan marcada y, por ejemplo, el BCE recortó recientemente en 0,3 p. p. el crecimiento de las importaciones de la eurozona –nuestro principal socio comercial– como consecuencia del conflicto en Irán, una revisión que tendría un efecto reducido sobre nuestra economía.<sup>2</sup> En todo caso, la relevancia de este canal dependerá de cómo evolucione el conflicto.

### Incertidumbre y condiciones financieras

Cuando aumenta la incertidumbre, hogares y empresas tienden a posponer sus decisiones de gasto: los hogares retrasan

1. Libano, Siria, Irak, Irán, Israel, Cisjordania/Gaza, Jordania, Arabia Saudí, Kuwait, Baréin, Catar, EAU, Omán y Yemen.

2. Las previsiones del BCE se realizaron bajo un supuesto de precio del Brent de 81,3 dólares/barril y de 46,4 euros/MWh del gas para el conjunto de 2026, un 30% y un 47% más, respectivamente, frente a las previsiones anteriores.

la compra de bienes duraderos, mientras que las empresas aplazan sus inversiones hasta contar con mayor visibilidad.

Un aumento de una desviación estándar durante un trimestre del índice de incertidumbre económica del Banco de España se asocia con una pérdida de crecimiento del PIB de alrededor de 0,2 p. p. en el mismo año.<sup>3</sup> Por ahora, si bien en marzo se ha visto un repunte notable del índice, este ha sido insuficiente para impactar de manera sustancial en el conjunto del 1T. Si el conflicto termina por encauzarse de manera relativamente rápida, el impacto de este canal debería ser limitado.

Por otra parte, los mercados anticipan entre dos y tres subidas de tipos del BCE durante 2026. Un incremento de 100 p. b. suele asociarse a una pérdida acumulada de alrededor de 0,4 puntos de PIB en un periodo de dos años, con la mayor parte del impacto concentrado en el segundo. Esto significa que, si el endurecimiento monetario termina materializándose, su efecto se notaría más en 2027 que en 2026.

**Política fiscal: una palanca amortiguadora**

El pasado 20 de marzo, el Gobierno presentó un plan de choque para mitigar el encarecimiento de la energía derivado de la escalada geopolítica en Oriente Próximo. Las medidas entraron en vigor el 22 de marzo y fueron posteriormente convalidadas en el Congreso de los Diputados.

El Gobierno estima que el paquete tendrá un coste cercano a 5.000 millones de euros –0,3 p. p. del PIB– si se mantiene vigente hasta el 30 de junio. El coste final dependerá tanto de la duración de la crisis como de la evolución de los precios energéticos, de la recaudación adicional asociada y del ajuste de la demanda. Se estima que alrededor del 60% del coste total –unos 3.000 millones de euros– proviene de la reducción de ingresos tributarios sobre la energía. Al tratarse de medidas temporales, deberían tener un impacto puntual sobre el déficit.

En cuanto a las principales medidas, el decreto articula una amplia batería de rebajas fiscales y ayudas sobre electricidad, carburantes y otros combustibles. En carburantes, el IVA baja del 21% al 10% y el impuesto especial de hidrocarburos se reduce al mínimo permitido por la UE.<sup>4</sup> Se refuerza la supervisión de la CNMC, encargada de vigilar precios y márgenes, para evitar que las ayudas públicas acaben convirtiéndose en mayores beneficios.

En el ámbito de la electricidad, el IVA también se reduce al 10% y el impuesto especial de electricidad se fija en el 0,5% en lugar del 5,11%. Además, se suspende el impuesto a la producción eléctrica (IVPEE).<sup>5</sup>

En cuanto a las medidas sectoriales, destacan principalmente la subvención de 20 céntimos por litro de gasóleo profesional

3. Véase el Focus «¿De qué hablamos cuando hablamos de incertidumbre?» en el IM11/2025.

4. El Impuesto sobre Hidrocarburos en España se sitúa aproximadamente en 38 céntimos por litro para el gasóleo y 47 céntimos por litro para la gasolina 95. De acuerdo con la Directiva 2003/96/CE, este impuesto solo podría reducirse hasta los mínimos armonizados de la UE, fijados en 33 céntimos por litro para el gasóleo y 35,9 céntimos por litro para la gasolina.

5. Tributo directo que grava la producción de electricidad y su incorporación al sistema eléctrico.

**España: escenarios ilustrativos de impacto sobre el PIB**

	Escenario 1		Escenario 2	
	Descripción	Impacto	Descripción	Impacto
Inflación ( <i>ex ante</i> medidas fiscales)	+0,8 p. p.	-0,3	+2,0 p. p.	-0,8
Mercados de exportación	Caída de 0,3 p. p. y -10% exportaciones de bienes a la región*	-0,1	Caída de 1,5 p. p. y -50% exportaciones de bienes a la región*	-0,6
Incertidumbre	Negligible	0,0	+1,5 desv. estándar durante 1 trimestre	-0,4
Política monetaria (tipo <i>depo</i> )	+25 p. b.	0,0	+100 p. b.	-0,1
Política fiscal	Las medidas se retiran anticipadamente **	0,2	Las medidas se alargan hasta final de año	0,9
Impacto en el PIB de 2026		-0,2		-0,9

**Notas:** \* Véase la nota 1 a pie de página. \*\* Las medidas decaen a principios de junio, en lugar del 30 de junio.  
**Fuente:** CaixaBank Research.

para los sectores agrario y del transporte, extensiva también a autónomos y operadores sin derecho a devolución del impuesto, junto con una ayuda extraordinaria de 500 millones de euros para compensar el encarecimiento de los fertilizantes para los agricultores y bonificaciones de peajes para la industria electrointensiva.

El plan alivia de forma inmediata la factura energética de los hogares, permite contrarrestar parcialmente el impacto macro negativo de la guerra y tiene la ventaja de poder aplicarse con rapidez. Sin embargo, si fuera necesario prolongar las medidas más allá de junio, parecería conveniente focalizarlas algo más en los colectivos y sectores vulnerables para ganar efectividad y limitar el coste fiscal.<sup>6</sup>

**Impacto sobre la actividad: dos escenarios ilustrativos**

Ofrecemos en la tabla dos escenarios ilustrativos, que no deben interpretarse como una previsión puntual, sino como una forma de ordenar los riesgos y aproximar su posible impacto macroeconómico.

Un primer escenario, más benigno, sería compatible con un conflicto que se resuelve de manera relativamente rápida y con daños escasos y reversibles sobre la infraestructura energética. Un segundo escenario, más adverso, contemplaría un conflicto de varios meses, con daños relevantes sobre la infraestructura energética, y una prolongación de las medidas de apoyo fiscal.

Bajo estos supuestos, el impacto sobre el crecimiento anual del PIB podría situarse en una horquilla de entre 2 décimas y menos de 1 p. p. (nuestra previsión antes de la guerra era del 2,4%). Es una banda amplia, pero precisamente esa amplitud refleja la magnitud de la incertidumbre que presenta la coyuntura actual.

*Oriol Carreras, Javier Garcia-Arenas y Zoel Martín*

6. Véase Miralles, E. G. (2023). «Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización». Boletín Económico (2023/T1).

**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	01/26	02/26	03/26
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	0,4	1,3	-0,6	1,5	2,5	1,7	0,3	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-4,8	-4,8	-5,1	-5,3	-5,0	-3,9	-2,6	-2,4	-4,3
PMI de manufacturas (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	49,2	50,0	48,7
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	16,7	8,8	20,1	14,8	7,9	8,8	10,6	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	9,7	11,5	17,0	22,9	18,7	11,5	10,0	...	...
Precio de la vivienda	8,4	12,7	12,2	12,7	12,8	12,9	...	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	8,1	6,3	4,3	3,2	3,0	2,7	...
PMI de servicios (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	53,5	51,9	53,3
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista <sup>1</sup>	1,7	4,3	3,5	5,1	4,4	4,1	3,8	2,2	...
Matriculaciones de automóviles	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	1,1	7,5	11,7
Indicador de sentimiento económico (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,8	104,4	106,0	106,1	103,7
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>2</sup>	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 <sup>3</sup>	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4	2,3	2,2	2,5
<b>PIB</b>	3,5	2,8	3,0	2,8	2,7	2,7	...	...	...

**Precios**

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
General	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	2,3	2,3	3,3
Subyacente	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,7	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	01/26	02/26	03/26
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,2	0,7	3,3	2,0	0,8	0,7	0,6	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,2	4,1	4,6	4,6	3,3	...	...
<b>Saldo corriente</b>	50,7	49,4	47,7	48,5	48,2	49,4	49,1	...	...
Bienes y servicios	66,3	64,5	63,7	64,0	62,5	64,5	66,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-15,7	-15,1	-16,0	-15,5	-14,3	-15,1	-17,7	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	68,7	66,6	66,5	67,5	66,6	66,6	66,2	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros<sup>4</sup>**

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	5,1	4,8	4,6	3,9	4,9	4,8	5,1	5,5	...
A la vista y preaviso	2,0	6,7	3,1	5,0	7,2	6,7	7,2	7,2	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	23,5	-4,7	12,6	-1,5	-6,6	-4,7	-4,9	-2,8	...
Depósitos de AA. PP. <sup>5</sup>	23,1	4,9	24,4	25,5	7,2	4,9	5,3	3,8	...
<b>TOTAL</b>	6,3	4,8	5,9	5,4	5,1	4,8	5,2	5,4	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	0,7	3,5	1,7	2,6	2,8	3,5	3,4	3,7	...
Empresas no financieras	0,4	2,9	1,6	2,5	2,3	2,9	2,6	2,9	...
Hogares - viviendas	0,3	3,5	1,4	2,3	2,9	3,5	3,7	3,8	...
Hogares - otras finalidades	2,3	-276,1	3,1	-261,4	-278,2	-276,1	4,7	5,1	...
Administraciones públicas	-2,6	10,7	-0,3	5,3	12,9	10,7	6,6	5,6	...
<b>TOTAL</b>	0,5	3,9	1,6	2,7	3,4	3,9	3,6	3,8	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	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.

## Portugal: primeras señales del impacto del conflicto en Oriente Próximo

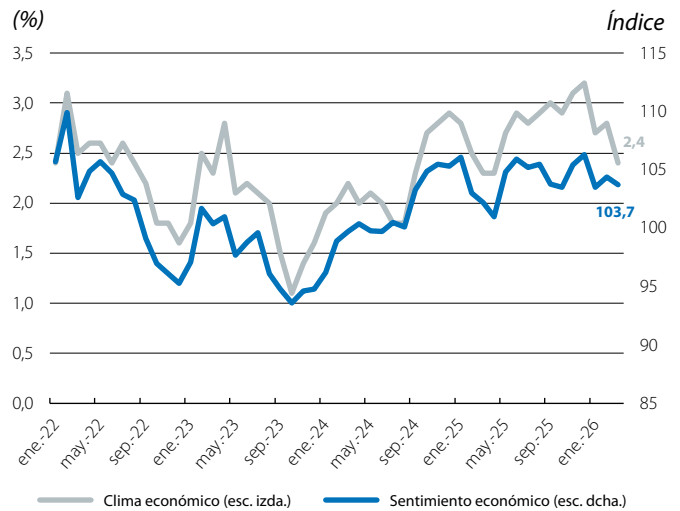
**Un primer trimestre turbulento.** El sentimiento de los hogares retrocedió en marzo, con un deterioro significativo de la percepción sobre la propia situación financiera y la situación económica del país en los próximos 12 meses. Por otro lado, el indicador de clima económico descendió al 2,4% en marzo (frente al 2,8% de febrero), con un empeoramiento notable del componente de precios, debido a la percepción de que el conflicto en Oriente Próximo provocará nuevas tensiones inflacionistas. Por su parte, el indicador de sentimiento de la Comisión Europea se mantuvo por encima del umbral de referencia de los 100 puntos (103,7 en marzo vs. 104,4 en febrero). Eso sí, los acontecimientos de comienzos de 2026 –las tormentas y la guerra en Irán–, introducen riesgos a la baja para nuestro escenario de crecimiento. Recientemente, el Banco de Portugal revisó su escenario macroeconómico y recortó en 5 décimas la previsión de crecimiento para 2026, hasta el 1,8%, manteniendo un sesgo bajista.

**La guerra en Irán acerca la inflación al 3% en marzo.** El IPC de la energía se disparó hasta el 5,8% en términos interanuales. Asimismo, el componente de la energía, que había sido negativo durante los meses anteriores, tuvo una contribución superior al 50% del aumento de la inflación general, que subió hasta el 2,7% (vs. 2,1% en febrero). Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo contenida y se situó en el 2,0% (vs. 1,9% en febrero). La evolución del entorno geopolítico en los próximos meses determinará si el aumento del IPC acaba volviéndose más persistente.

**Los precios de la vivienda crecieron como nunca en 2025.** El índice de precios de la vivienda registró una variación interanual del 18,9% en el 4T 2025, lo que implica un crecimiento medio de los precios de la vivienda en 2025 del 17,6%, un récord en la serie del INE, mientras que el número de transacciones se aproximó a las 170.000. Los datos de tasación bancaria disponibles hasta febrero señalan que el mercado de la vivienda sigue dinámico, aunque la prolongación del conflicto en Oriente Próximo, y en particular sus efectos en la confianza y la renta disponible de los hogares, podría atenuar esta escalada.

**El sorprendente excedente presupuestario de 2025 se ve ensombrecido por los desafíos de 2026.** El saldo presupuestario se situó en el 0,7% del PIB en 2025 (vs. 0,6% en 2024). Tal y como apuntaban los datos mensuales, el crecimiento de los ingresos superó al del gasto (6,7% y 6,6%, respectivamente), apoyado en gran medida en los ingresos fiscales y las cotizaciones sociales. El importe recaudado por ambas partidas superó la última estimación del Gobierno (recogida en los Presupuestos Generales del Estado de 2026), una dinámica que no puede desligarse de la solidez del mercado laboral. Por su parte, el aumento del gasto se explica casi en dos tercios por el comportamiento de los gastos de personal y de las prestaciones sociales, mientras que la inversión y el resto del gasto corriente, pese a haber aumentado, se situaron considerablemente por debajo de lo estimado. A pesar de la sorpresa positiva de 2025, el inicio de 2026 ha traído nuevos retos fiscales.

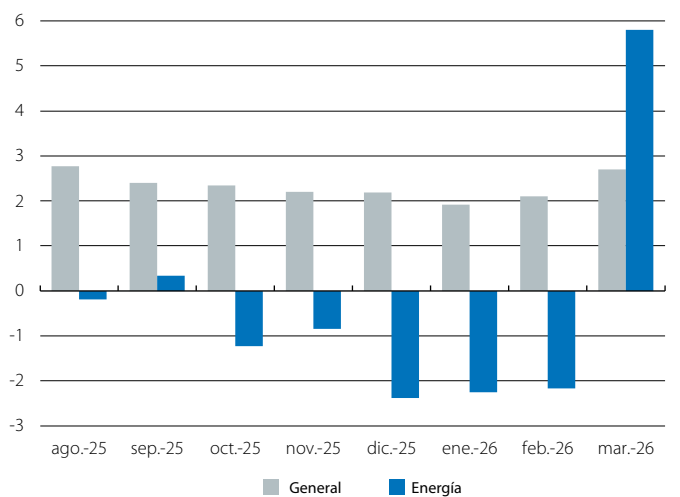
### Portugal: indicadores de clima y sentimiento económico



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y de la Comisión Europea.

### Portugal: IPC

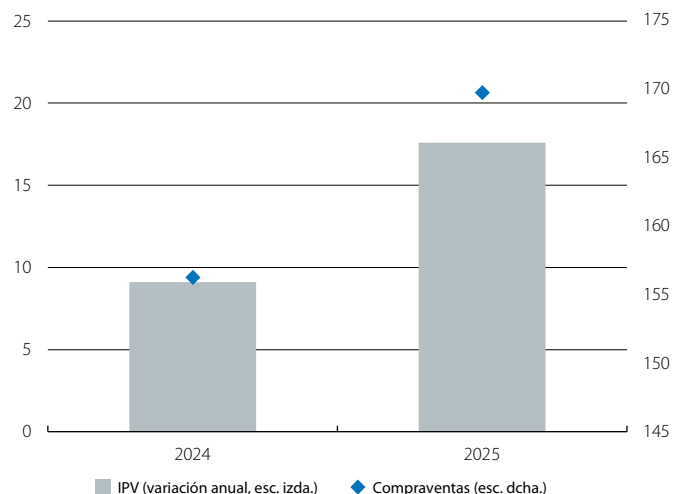
Variación interanual (%)



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

### Portugal: precios de la vivienda y compraventas

(%) Miles de transacciones



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

**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
Índice coincidente de actividad	2,0	2,0	1,8	2,0	2,2	...	2,1	2,1	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	0,8	0,5	1,2	2,8	0,3	...	0,4	-4,4	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,2	-4,0	-4,8	-3,4	-2,8	-2,0	-1,4	-2,1	-2,4
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,5	20,6	20,1	8,9	16,0	...	-16,9	...	...
Compraventa de viviendas	14,5	15,5	15,5	3,8	-4,7	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	8,5	17,4	17,4	18,2	18,4	...	18,7	17,2	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	4,1	2,6	1,9	...	1,6	1,7	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	5,6	10,1	6,6	12,9	8,4	4,9	4,7	5,0	5,0
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	3,3	4,8	4,8	5,4	4,4	...	4,4	4,9	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,8	3,4	3,5	3,1	3,1	...	3,2	3,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-17,9	-16,2	-15,2	-16,2	-14,7	-15,3	-18,7
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	1,2	3,2	2,9	3,7	3,7	...	2,6	2,0	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,4	6,0	5,9	5,8	5,8	...	5,6	5,8	...
<b>PIB</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	...	-	-	-

**Precios**

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
General	2,4	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	1,9	2,1	2,7
Subyacente	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1	1,9	1,8	1,9	2,0

**Sector exterior**

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	0,6	4,2	2,0	0,6	...	-1,6	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	4,0	7,0	6,7	4,0	...	3,1	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>6,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	...	<b>3,4</b>	...	...
Bienes y servicios	6,4	3,7	4,0	3,5	3,7	...	3,3	...	...
Rentas primarias y secundarias	0,1	0,1	-0,5	-0,5	0,1	...	0,0	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>9,6</b>	<b>8,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>8,3</b>	...	<b>7,8</b>	...	...

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

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	5,4	5,4	6,3	5,4	...	5,0	5,1	...
A la vista y ahorro	-0,3	8,1	5,1	8,6	8,1	...	7,5	8,0	...
A plazo y preaviso	15,3	3,1	5,8	4,3	3,1	...	2,8	2,6	...
Depósitos de AA. PP.	26,7	28,7	39,6	-0,5	28,7	...	25,3	29,2	...
<b>TOTAL</b>	<b>7,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	...	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>									
Sector privado	1,9	6,6	4,9	5,8	6,6	...	6,7	6,8	...
Empresas no financieras	-1,0	2,6	2,0	2,2	2,6	...	2,3	2,7	...
Hogares - viviendas	3,0	9,3	6,4	8,0	9,3	...	9,6	9,6	...
Hogares - otras finalidades	5,4	7,0	6,6	6,9	7,0	...	7,1	7,2	...
Administraciones públicas	0,6	6,4	3,8	4,8	6,4	...	5,2	4,9	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,9</b>	<b>6,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	...	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	...	-	-	-

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

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

## Conoce nuestras publicaciones:



### Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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



### Monitor de consumo

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



### Flash de divisas

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



### Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2026

Esta nueva edición del *Informe Sectorial Inmobiliario* (1S 2026) analiza las dinámicas recientes y las perspectivas del sector en España y destaca los principales retos que marcarán la evolución del mercado y la presión sobre los precios en los próximos años: el deterioro de la accesibilidad, la escasez de vivienda disponible y los desequilibrios territoriales. También se examina en profundidad el esfuerzo del alquiler entre los españoles, mediante el análisis de datos internos de alta frecuencia.



### 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.

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

## Te recomendamos:



# Economía en tiempo real

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

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Síguenos en:



[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)



Newsletter



CaixaBank



Pódcast

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

© CaixaBank, S.A., 2026

© Banco BPI, 2026

Diseño y producción: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

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

