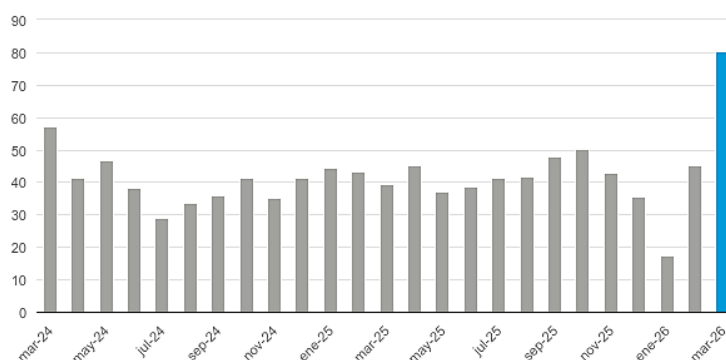


Economía española

Los indicadores de actividad en España apuntan a un crecimiento globalmente dinámico en el 1T. Los indicadores ofrecen lecturas dispares según el mes y su posible exposición al conflicto en Irán. En positivo, el mercado laboral cerró el trimestre con fuerza: la afiliación desestacionalizada aumentó en marzo en 80.000 personas, el mayor avance desde marzo de 2023. En promedio del 1T, el avance de la afiliación es del 0,5% intertrimestral. Si se mantuviera el ritmo del 1T, este 2026 terminaría con 571.000 nuevas afiliaciones, por encima de lo previsto en nuestro escenario (véase la [Nota Breve](#)). Asimismo, el PMI de servicios repuntó en marzo hasta los 53,3 puntos, pero su promedio trimestral (52,9) quedó por debajo del 4T 2025 (56,4), apuntando a una moderación del ritmo de crecimiento del sector. En contraste, el PMI manufacturero cayó en marzo hasta los 48,7 puntos, en zona de contracción (<50), probablemente afectado por el conflicto en Oriente Próximo. Por último, la producción industrial siguió en negativo en febrero (-1,1% interanual), y en el promedio de enero-febrero retrocedió un 2,0% frente al promedio del 4T 2025. En conjunto, los datos apuntan a una moderación del crecimiento del PIB respecto al trimestre anterior, aunque manteniendo un tono aún dinámico.

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles)



Nota: *Serie desestacionalizada.

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

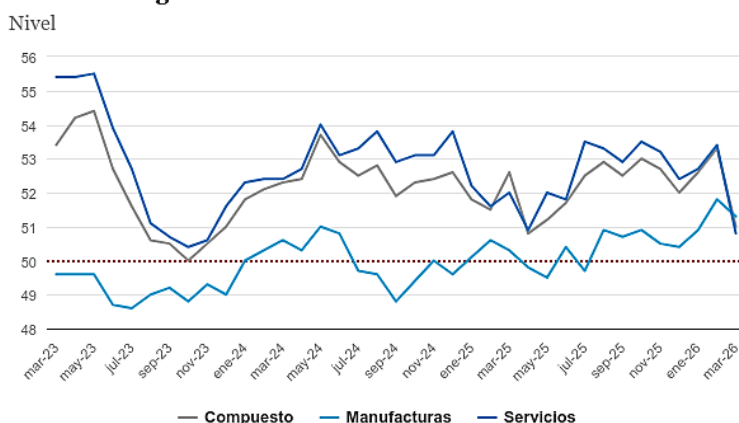
Buena posición financiera del sector privado en España. La tasa de ahorro de los hogares sigue siendo elevada pese a reducirse ligeramente: en el conjunto de 2025, se situó en el 12,0% de la renta disponible, por debajo del 12,7% de 2024, pero muy superior al promedio histórico (8,6% en 2000-2019). Esta reducción se explica por un crecimiento dinámico de la renta de las familias (5,3%), pero inferior al de su gasto (6,2%), en un contexto caracterizado por menores tipos de interés y la estabilización de la inflación. Asimismo, los hogares aumentaron su endeudamiento en 2025 en 26.535 millones de euros, una subida del 3,8% interanual. En términos de PIB, se situó en el 42,8% (50,4% en la eurozona), una reducción de 0,9 p. p. respecto a 2024 y mínimo desde 1999. En porcentaje del PIB, los activos financieros netos representaron un 156,8%, 7,3 p. p. más que el año anterior. En el caso de las sociedades no financieras, su deuda (no consolidada y en términos nominales) se mantuvo prácticamente en los mismos niveles que en 2024, mientras que en términos de PIB descendió al 81,3%, frente al 86,0% de 2024, ratio inferior a la media de la eurozona (102,9%) y similar a la de mediados de 2002.

Economía internacional

El conflicto en Oriente Próximo deteriora los indicadores de actividad global, sobre todo, en Asia. De hecho, los índices PMI globales de clima empresarial muestran una desaceleración de la actividad y un aumento de tensiones en las cadenas de suministro globales. El PMI compuesto global cayó en marzo 2,3 puntos, hasta los 51,0 puntos (50 es el umbral para crecimientos positivos), sobre todo debido al frenazo en los servicios (-2,6 p. p., hasta 50,8). Además, se constata un alza generalizada de los precios de los insumos y un deterioro de los plazos de entrega provocado por el conflicto en Oriente Próximo. Por países, se observa que el enfriamiento de los servicios fue general, pero el sector

manufacturero tuvo un comportamiento dispar. De hecho, mejora levemente en EE. UU. (+0,7 p. p., hasta 52,3) y la eurozona (+0,8 p. p. hasta 51,6), mientras que se deteriora en la mayor parte de Asia, con caídas especialmente acusadas en Filipinas, India, Indonesia y Vietnam, países más afectados por la interrupción del tráfico en el estrecho de Ormuz.

Indicadores globales PMI



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

La eurozona tampoco es inmune al impacto de la guerra en Oriente Próximo. De hecho, el índice de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea cayó en marzo 1,6 puntos, hasta 96,6, siendo 100 el umbral que apunta a crecimientos cercanos a la media de largo plazo. Respecto a las expectativas de precios de venta, el informe muestra subidas en todas las ramas de actividad, sobre todo en manufacturas, y un notable incremento en las expectativas de inflación de los hogares, lo que advierte del riesgo de futuros aumentos de precios. En este sentido, la inflación en marzo ya acusó el impacto del encarecimiento de la energía provocado por la guerra en Oriente Próximo: la general subió 0,6 p. p., hasta el 2,5%, repunte que se explica sobre todo por el aumento del precio de la energía (+8,1 p. p., hasta el 4,9%), mientras que la núcleo cayó 0,1 p. p., hasta el 2,3% (véase la [Nota Breve](#)).

La economía de EE. UU. se encontraba en una posición de relativa fortaleza antes del estallido de la guerra con Irán. De hecho, en febrero, los indicadores de actividad mostraban una economía relativamente sólida, apoyada en el consumo y la inversión en bienes de equipo: las ventas minoristas crecieron un 0,6% intermensual y los pedidos de bienes duraderos (sin aviones) aumentaban a ritmos del 0,8%. No obstante, los datos de marzo ya muestran cierto impacto del conflicto en Oriente Próximo. Así, los índices ISM de clima empresarial (cuyo umbral de crecimientos positivos se sitúa en 50 puntos) reflejan en marzo cierta ralentización en servicios (-2,0 puntos, hasta 54,0), mientras que las manufacturas resisten (+0,3 puntos, hasta 52,7). Más relevante fue el fuerte repunte de los componentes de precios hasta máximos desde 2022, acusando el impacto del encarecimiento de la energía. Mientras, en marzo se crearon 178.000 empleos, tras destruirse 133.000 el mes previo. La volatilidad de los datos no debe ocultar el enfriamiento del mercado de trabajo, con una creación media mensual de apenas 22.000 empleos en los últimos seis meses, una tasa de paro estable entre el 4,3% y el 4,4% y un mercado laboral caracterizado por bajas contrataciones y bajos despidos.

En China, señales mixtas en actividad y repunte contenido de la inflación por el impacto de la guerra en Irán. En marzo, los indicadores PMI mostraron una evolución desigual, si bien se mantuvieron por encima del umbral de 50 en todas las industrias. En manufacturas, el índice oficial subió 0,6 puntos, hasta 50,4, mientras que el PMI de RatingDog, con mayor presencia de empresas exportadoras, cayó 1,3 puntos, hasta 50,8, lo que refleja una mayor fragilidad ante la desaceleración global y las disrupciones en las cadenas de suministro. Respecto a la actividad en servicios, seguirá creciendo, aunque a ritmos muy modestos, tal y como refleja el comportamiento tanto del PMI oficial como el del RatingDog. En cuanto a precios, la inflación cayó 0,3 p. p., hasta el 1,0%, gracias a la contención de la inflación subyacente y de los alimentos, que más que compensaron el repunte de la energía que, además, habría estado limitado por las medidas de control implementadas. Por su parte, los precios industriales dejaron atrás tres años de deflación, impulsados por la energía y las materias primas, repunte que, no obstante, podría ser transitorio.

Mercados financieros

El anuncio de una tregua de dos semanas pactada entre EE. UU. e Irán cambia el sentimiento de los mercados.

Durante este periodo, ambos países negociarán sobre la base de un programa de 10 puntos que, de prosperar, sentaría las bases para una paz más duradera en la región. Tras el anuncio, los precios del gas y del crudo llegaron a caer más de un 15% en una sola sesión, lo que se trasladó rápidamente a los mercados de renta fija, con un notable ajuste a la baja de las rentabilidades soberanas en todos los tramos. El descenso en las TIR fue especialmente intenso en los vencimientos más cortos, sobre todo en Europa (el bono alemán a dos años llegó a caer más de 20 p. b. en una sesión y el estadounidense, unos 15 p. b.), lo que provocó un aumento sustancial de la pendiente de la curva, tanto en Europa como en EE. UU. Al mismo tiempo, las primas de riesgo de los países periféricos de la eurozona se estrecharon con fuerza, destacando Italia, cuya prima que se redujo cerca de 16 p. b. en una sola jornada. El entusiasmo inicial se fue moderando a medida que se evidenciaban la fragilidad de esta tregua y las dificultades para alcanzar acuerdos en alguno de los puntos clave del programa. Israel continuó atacando el Líbano en su estrategia contra Hezbolá, incumpliendo ya con uno de los puntos del programa, lo que parece que puede retrasar la apertura completa del estrecho de Ormuz por parte de Irán que, incluso, está planteando el cobro de un peaje para el tránsito por el estrecho. En consecuencia, los precios del crudo y del gas recuperaron parte de las caídas, aunque siguen claramente por debajo de los niveles previos al anuncio de la tregua. Este repunte de los precios energéticos revirtió, en parte, la caída de las rentabilidades soberanas, especialmente en los tramos cortos, si bien el balance semanal sigue siendo de descensos en las TIR y aumentos de las pendientes tanto en Europa como en EE. UU. En paralelo, las expectativas del mercado sobre política monetaria se ajustaron: siguen manteniendo un tono claramente *hawkish*, pero con menor urgencia e intensidad. Para el BCE ahora solo se descuentan al 100% dos subidas, con la primera pospuesta a junio, mientras que para la Fed se siguen anticipando recortes este año. Por último, las bolsas han sido las grandes beneficiadas y han recuperado en la mayoría de los principales mercados las pérdidas acumuladas desde el inicio del conflicto.












La Fed mantendrá una actitud de «esperar y ver» mientras analizan las consecuencias de la guerra en Oriente Próximo.

De hecho, las actas de la reunión del 18 de marzo de la Reserva Federal reflejan un aumento de la incertidumbre y un balance de riesgos más complejo, con la mayoría de los participantes considerando que los riesgos de mayor inflación y debilidad del empleo han aumentado desde principios de año. Aun así, el Comité coincidió en que el rango actual de tipos (3,5%-3,75%) es el adecuado para responder a la evolución de la economía y mantuvo el ligero sesgo hacia recortes ya recogido en el *dot plot* (que apuntó a una bajada de tipos en 2026), con «muchos participantes» señalando que los recortes de tipos serían apropiados si la inflación desciende conforme a lo esperado. En el debate interno, «muchos» subrayaron el riesgo de que la inflación permanezca elevada durante más tiempo, especialmente por el encarecimiento de la energía, mientras que «la mayoría» mostró preocupación por la fragilidad del mercado laboral en un entorno de baja creación de empleo, en el que un *shock* negativo podría traducirse en un aumento rápido de la tasa de paro. En conjunto, la Fed se mantiene en modo espera, confiando en que el repunte inflacionista ligado a la energía sea transitorio y reiterando que la política monetaria no está predefinida y puede responder a *shocks* en cualquiera de los dos mandatos: empleo o inflación.

		9-4-26	3-4-26	Var. semanal	Acumulado 2026	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,15	2,10	5	12	-12
	EE. UU. (SOFR)	3,68	3,68	+0	3	-56
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,68	2,80	-12	44	58
	EE. UU. (SOFR)	3,74	3,71	+3	32	-8
Tipos 2 años	Alemania	2,52	2,62	-10	40	73
	EE. UU.	3,77	3,84	-7	30	-9
Tipos 10 años	Alemania	2,99	2,99	0	14	41
	EE. UU.	4,28	4,34	-6	11	-14
	España	3,43	3,47	-5	14	12
	Portugal	3,38	3,42	-4	23	18
Prima de riesgo (10 años)	España	44	48	-4	1	-30
	Portugal	39	42	-4	9	-24
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		6.825	6.583	3,7%	-0,3%	29,5%
Euro Stoxx 50		5.896	5.693	3,6%	1,8%	22,4%
IBEX 35		18.105	17.556	3,1%	4,3%	47,1%
PSI 20		9.485	9.370	1,2%	14,8%	48,1%
MSCI emergentes		1.529	1.441	6,1%	8,8%	48,6%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,170	1,152	1,6%	-0,4%	4,4%
EUR/GBP	libras por euro	0,871	0,872	-0,2%	-0,1%	0,8%
USD/CNY	yuanes por dólar	6,831	6,882	-0,7%	-2,3%	-6,7%
USD/MXN	pesos por dólar	17,364	17,902	-3,0%	-3,6%	-15,2%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		132,5	137,2	-3,5%	20,8%	32,7%
Brent a un mes	\$/barril	95,9	109,0	-12,0%	57,6%	51,5%
Gas n. a un mes	€/MWh	46,2	50,0	-7,7%	64,0%	38,7%

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

Datos previstos del 13 al 19 de abril de 2026

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato
14	 España	IPC (interanual)	Marzo	-	3,3%
	 Japón	Producción industrial (interanual)	Febrero	-	0,3%
	 China	Comercio internacional	Marzo	-	-
15	 Eurozona	Producción industrial (interanual)	Febrero	-0,8%	-1,2%
	 Francia	IPC (interanual)	Marzo	-	1,7%
16	 Eurozona	IPC (interanual)	Marzo	2,5%	2,5%
	 Italia	IPC (interanual)	Marzo	-	1,5%
	 EE. UU.	Producción industrial (mensual)	Marzo	0,1%	0,2%
	 China	PIB (interanual)	1T	4,7%	4,5%
	 China	Producción industrial (interanual)	Marzo	5,4%	5,2%
	 China	Ventas minoristas (interanual)	Marzo	2,2%	0,9%

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