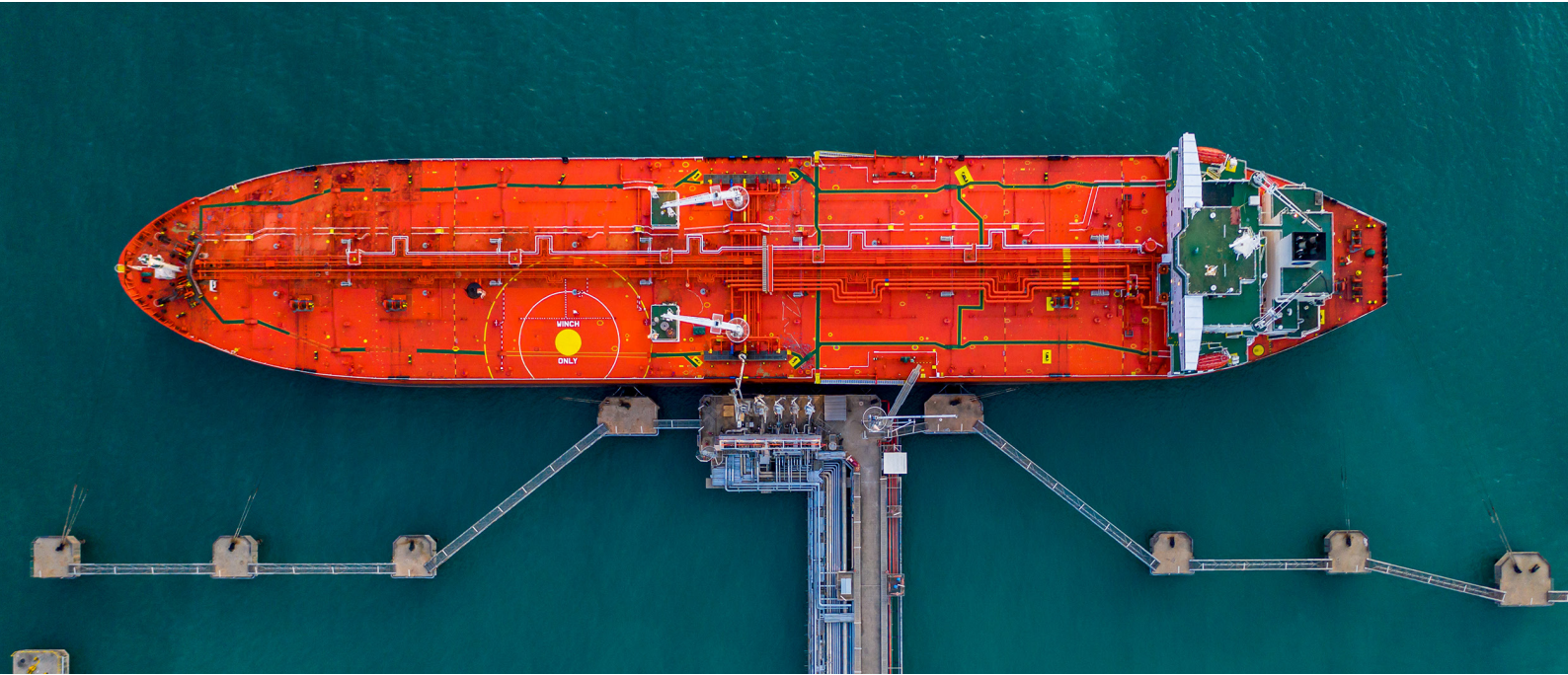


IM06

INFORME MENSUAL
NÚMERO 512 | JUNIO 2026



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

Las condiciones financieras detrás del escenario económico en 2026

Los nuevos (des)equilibrios del mercado del petróleo

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Perspectivas para la economía internacional

Bienestar de los hogares europeos: más dependencia pública frente a más inflación

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Encuesta Financiera de las Familias: ¿España no es país para jóvenes? (parte 2, dos años después)

Las cuentas públicas bajo los rayos X: la reducción del déficit este año será limitada y emergen importantes desafíos a medio plazo

¿Qué exposiciones tienen los sectores de actividad de la economía española al shock de la guerra en Irán?

Escenario macroeconómico para España: resiliencia en tiempos de incertidumbre

España: las claves del crecimiento regional en 2026

INFORME MENSUAL

Junio 2026

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

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

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

Oriol Aspachs
 Director de Economía Española

Sandra Jódar
 Directora de Planificación Estratégica

**Adrià Morron Salmeron y
 Oriol Carreras**
 Coordinadores del *Informe Mensual*

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

Paula Carvalho
 Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:
 5 de junio de 2026

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

- 9 *Las condiciones financieras detrás del escenario económico en 2026*
 Luís Pinheiro de Matos
- 11 *Los nuevos (des)equilibrios del mercado del petróleo*
 Luís Pinheiro de Matos

15 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 17 *Perspectivas para la economía internacional*
 Rita Sánchez Soliva
- 19 *Bienestar de los hogares europeos: más dependencia pública frente a más inflación*
 David Martínez Turégano

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 26 *Encuesta Financiera de las Familias: ¿España no es país para jóvenes? (parte 2, dos años después)*
 Javier García-Arenas, Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster y Léopold Jouvent
- 29 *Las cuentas públicas bajo los rayos X: la reducción del déficit este año será limitada y emergen importantes desafíos a medio plazo*
 Javier García-Arenas
- 31 *¿Qué exposiciones tienen los sectores de actividad de la economía española al shock de la guerra en Irán?*
 David Cesar Heymann
- 34 *Escenario macroeconómico para España: resiliencia en tiempos de incertidumbre*
 Oriol Carreras Baqué
- 36 *España: las claves del crecimiento regional en 2026*
 Nuria Bustamante

38 ECONOMÍA PORTUGUESA

Desaceleración

Desde 2022, cuando estalló la guerra en Ucrania, la mayoría de las revisiones del escenario de previsiones que hemos realizado han sido al alza. Entonces, ante el temor al impacto del fuerte encarecimiento de los precios de la energía –y, en particular, del gas–, revisamos a la baja el crecimiento previsto para ese año en más de 1 p. p.

Ahora, el estallido de un nuevo conflicto, en este caso en Oriente Próximo, y el consiguiente aumento de los precios de la energía y de la incertidumbre nos obligan de nuevo a adoptar una actitud prudente y a revisar a la baja las perspectivas de crecimiento. En esta ocasión, la corrección es más moderada (0,3 p. p.). Con todo, seguimos considerando que el escenario más probable es que la economía española mantenga un crecimiento dinámico en el conjunto del año, por encima del 2%.

El inicio del año fue, de hecho, mejor de lo esperado. El crecimiento se aceleró hasta el 2,7% interanual, a pesar de que el conflicto ya presionaba con fuerza los precios de la energía en marzo. Sin embargo, el cierre del estrecho de Ormuz ha mantenido dichos precios en niveles elevados y sus efectos comienzan a hacerse visibles. La inflación, pese a las medidas compensatorias adoptadas por el Gobierno, se ha situado por encima del 3% desde marzo y previsiblemente se acercará al 4% en los próximos meses. Este repunte inflacionista es un viento de cara para el consumo de los hogares, tal y como constata nuestro [Monitor de consumo en tiempo real](#), que ya muestra una desaceleración en lo que llevamos de trimestre.

Desde la óptica empresarial, el indicador PMI también apunta a una moderación del crecimiento, ya que se sitúa por debajo de los registros del 1T, aunque se mantiene en zona expansiva. Apunta, por tanto, a una desaceleración, no a una contracción de la actividad. En la misma línea, el [indicador sectorial de CaixaBank Research](#), recientemente actualizado en el *Observatorio Sectorial*, muestra una pérdida de dinamismo en la mayoría de las ramas de actividad, más acusada en los sectores intensivos en energía. En sentido contrario, el sector turístico se está viendo favorecido por la actual coyuntura geopolítica en Oriente Próximo. Muchas personas, especialmente europeas, que tenían previsto pasar sus vacaciones en la zona, están viniendo a España.

Por el momento, el mercado laboral continúa mostrando registros sólidos. No obstante, se trata de un ámbito con un comportamiento más inercial, por lo que los cambios de tendencia suelen manifestarse con cierto retraso.

La desaceleración que empiezan a reflejar los indicadores es la que incorpora el nuevo escenario de previsiones de CaixaBank Research, que se detalla en las páginas siguientes de este *Informe Mensual*. A grandes rasgos, el escenario contempla un avance positivo de la actividad, aunque más contenido entre el 2T y el 3T del año. De cara a finales de 2026, y de acuerdo con los mercados de futuros del petróleo y del gas, se anticipa una moderación de los precios de la energía que debería propiciar una cierta reacceleración del crecimiento. La sólida posición financiera de los hogares y de las empresas permitirá amortiguar parcialmente el *shock*, de modo que el consumo y la inversión podrán seguir liderando el crecimiento de la economía española. En el ámbito exterior, la debilidad de las exportaciones de bienes se verá compensada por la resiliencia de las exportaciones de servicios, tanto turísticos como no turísticos.

Si el conflicto no se enquistaba y el aumento de los precios de la energía resulta contenido y transitorio, la economía española dispone de suficientes bazas para absorber el *shock* y seguir creciendo, aunque sea a un ritmo menor.

Por cierto, el crecimiento de 2022 acabó siendo superior al que anticipábamos antes del estallido de la guerra en Ucrania. La resiliencia del mercado laboral y del sector exportador, junto con las medidas de apoyo adoptadas, contribuyeron a sostener un crecimiento notablemente dinámico. Ojalá volviéramos a equivocarnos en esta ocasión.

Oriol Aspachs
Junio 2026

Cronología

MAYO 2026

- 22** Kevin Warsh toma posesión como presidente de la Fed y es elegido presidente del FOMC.

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.

ABRIL 2026

- 1-10** La misión Artemis II viaja a la Luna y llega a 406.771 km, la máxima distancia de la Tierra jamás lograda por una misión tripulada.

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%.

Agenda

JUNIO 2026

- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
Eurozona: avance del IPC (mayo).
- 9** Portugal: comercio internacional (abril).
- 11** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 16** España: encuesta trimestral de coste laboral (1T).
- 16-17** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 18-19** Consejo Europeo.
- 22** Portugal: población residente (2025).
- 23** España: balanza de pagos y PIIN (1T).
Portugal: precios de la vivienda (1T).
- 24** Portugal: desglose del PIB (1T).
- 25** España: desglose del PIB (1T).
Portugal: ratio de morosidad (1T).
- 26** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril).
- 29** España: avance del IPC (junio).
Eurozona: índice de sentimiento económico (junio).
- 30** España: tasa de ahorro de los hogares (1T).
Portugal: avance del IPC (junio).

JULIO 2026

- 1** Portugal: empleo y desempleo (mayo).
Portugal: deuda pública (mayo).
Eurozona: avance del IPC (junio).
- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 9** España: cuentas financieras (1T).
- 15** China: PIB (2T).
- 17** España: *rating* Moody's.
Portugal: balanza de pagos (mayo).
- 23** Portugal: deuda del sector no financiero (mayo).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 24** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 28** España: encuesta de población activa (2T).
- 28-29** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 30** España: avance del PIB (2T).
España: avance del IPC (julio).
Portugal: avance del PIB (2T).
Eurozona: PIB (2T).
Eurozona: índice de sentimiento económico (julio).
EE. UU.: PIB (2T).
- 31** Portugal: avance del IPC (julio).
Eurozona: avance del IPC (julio).

Incertidumbre y resiliencia a las puertas del verano

Una vez superados los tres meses de conflicto en Oriente Próximo, los efectos del *shock* de oferta provocado por la subida de los precios de la energía se irán manifestando progresivamente en los datos de inflación y crecimiento. La combinación de incertidumbre y resiliencia que ha caracterizado el comportamiento de la economía mundial en los últimos tiempos conforma un equilibrio frágil, sobre todo mientras el riesgo geopolítico permanezca en niveles muy elevados. Una coyuntura que requiere la máxima flexibilidad, tanto en las estrategias de inversión como en las respuestas de política económica. Y obliga a recalibrar los escenarios económicos a una nueva realidad, con mucha más volatilidad en las variables económicas y financieras. Todo ello es un reflejo de la reordenación estructural de la economía mundial, que persigue una eficiencia económica más amplia que incluya la seguridad y la resiliencia.

De momento, de los tres canales de transmisión del *shock* de oferta, el energético es el que se ha activado con mayor intensidad, como muestra la subida generalizada de la inflación, que ya está reduciendo la capacidad de compra de las familias. Ello, unido al moderado endurecimiento de las condiciones financieras (muy inferior al que se produjo tras la guerra en Ucrania), enfriará el consumo privado en los meses centrales del año y reducirá los potenciales desequilibrios macroeconómicos que pueda provocar la brecha que se ha abierto entre la oferta y la demanda.

En ausencia de nuevas sorpresas negativas en los precios energéticos, el efecto neto sobre el crecimiento sería moderado y se concentraría en los trimestres centrales del año, teniendo en cuenta puntos de apoyo para la actividad como la buena situación de los mercados laborales, las elevadas tasas de ahorro de las familias, los reducidos niveles de endeudamiento de los agentes privados y la capacidad de la política fiscal de compensar parte de los efectos negativos del *shock* de oferta. Todo ello, sin embargo, va a depender de una rápida reapertura del estrecho de Ormuz, pues el desajuste entre la oferta y la demanda en los mercados energéticos se está cubriendo con una reducción diaria de las existencias que, de prolongarse la crisis, puede desembocar en problemas para la entrega física en los meses de verano en algunos segmentos del mercado.

Poniendo números al escenario, hemos revisado a la baja la previsión de crecimiento de la economía mundial, del 3,3% al 3,0% en 2026, con recortes del crecimiento de la eurozo-

na, del 1,3% al 0,7% (del 2,4% al 2,1% en el caso de España) y de EE. UU., desde el 2,6% al 2,1%. Para actualizar las previsiones, hemos utilizado unos precios medios del petróleo en 2026 (90 dólares por barril) y 2027 (80 dólares por barril), en consonancia con lo que están descontando los mercados de futuros. Esto supondría una progresiva vuelta a la normalidad de los mercados energéticos en los próximos trimestres, eso sí, con precios de equilibrio del crudo casi 20 dólares por encima de los existentes antes del conflicto y un menor colchón de existencias. Si se cumplen estas hipótesis, los crecimientos podrían retornar a la zona potencial hacia finales de 2026 y la inflación retomar su senda hacia los objetivos de los bancos centrales en 2027, después del importante repunte de este año (3,1% en la eurozona y 3,5% en EE. UU.).

De momento, a la espera de conocer los datos de crecimiento del 2T, se perciben algunas señales de ralentización. No obstante, estas también se están viendo parcialmente amortiguadas por compras anticipadas ante el riesgo de interrupciones y aumentos futuros de precios. La información más valiosa la tenemos en los datos de inflación, donde, en Europa, la subida de la tasa interanual hasta el 3,2% ha venido acompañada de un aumento de la núcleo hasta el 2,5%, explicado en buena parte por la aceleración de la inflación en servicios (+0,5 p. p., hasta el 3,5%), máximos en más de un año en Europa. Así que ha llegado el turno de los bancos centrales y, bajo la vieja máxima de más vale prevenir que curar, veremos moderadas subidas de los tipos de interés en los próximos meses, para cortar de raíz los riesgos de efectos de segunda ronda y su potencial traslación a expectativas de inflación. En Europa, en un escenario de efectos inflacionistas directos relevantes (pero no severos) y propagación limitada al resto de la cesta, podría ser suficiente una subida total de 50 p. b., empezando en el mes de junio con 25 puntos. Así que, probablemente, cuando lean estas líneas, los tipos oficiales en Europa ya se habrán situado en el 2,25%. Más complicada es la papeleta para la Fed, no solo por las complicaciones que introduce un mandato dual (centrado en inflación y empleo) en momentos de un *shock* de oferta, sino por la falta de claridad sobre el giro estratégico que pretende el nuevo presidente (Kevin Warsh), cuando se sabe que, en tiempo de tribulación, no conviene hacer mudanza. Además, la credibilidad monetaria y cambiaría suele tardar mucho tiempo en cimentarse, pero puede perderse de forma muy rápida.

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
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,50	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,72	3,21
SOFR 12 meses	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,57	2,95
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,90	3,85
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,60	4,65
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,50	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,65	2,15
€STR	-	-0,54	0,52	3,06	1,93	2,43	1,93
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,52	2,00
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,58	2,04
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,72	2,14
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,89	2,26
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,61	2,07
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	3,00	2,90
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	3,03	2,66
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	3,21	2,96
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,50	3,50
Prima de riesgo	11	164	90	68	45	50	60
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,62	2,23
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,91	2,67
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,45	3,45
Prima de riesgo	19	314	81	46	31	45	55
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,20	1,21
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,88	0,90	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	83,7	76,2
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	69,7	62,9

Previsiones

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

Economía internacional

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

Nota: 1. Cifras ajustadas por estacionalidad y calendario para la eurozona, Alemania, Francia, Italia, Portugal, España y Polonia. Cifras ajustadas por estacionalidad para Estados Unidos y Reino Unido.

Previsiones

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

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,4	3,0	3,3	2,4	1,8
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	3,1	2,9	2,4	1,4	1,9
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	1,0	3,6	5,8	3,9	2,1
Bienes de equipo	4,9	0,2	-1,4	1,9	7,4	2,8	2,2
Construcción	5,7	-2,6	0,4	4,0	5,2	4,1	2,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,9	3,2	3,5	2,4	1,8
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,4	3,2	3,6	0,6	1,9
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	1,9	2,9	6,2	1,6	2,1
Producto interior bruto	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,1	1,8
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,5	2,0	2,8	3,1	2,5	1,6
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	13,9	11,3	10,5	9,8	9,3
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,5	2,7
Costes laborales unitarios	3,1	0,6	4,1	3,3	4,1	3,7	3,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	1,2	3,2	2,9	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	0,2	2,0	4,2	3,4	3,6	3,9
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-6,1	-3,2	-2,4	-2,3	-2,3

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

■ Previsiones

Economía portuguesa

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

■ Previsiones

Cierto alivio de los mercados pese a la incertidumbre

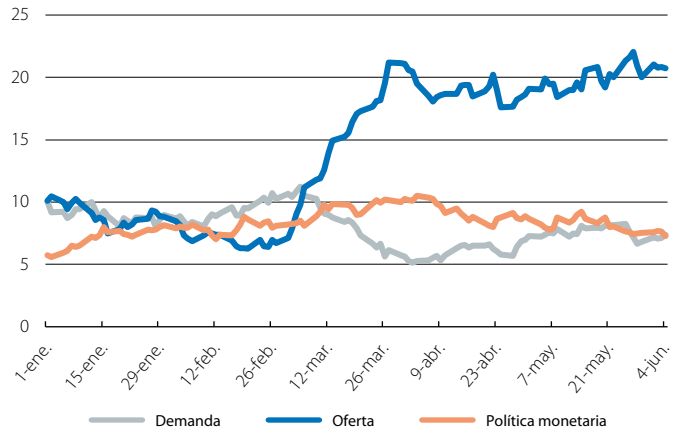
Los mercados siguieron marcados por el **shock de oferta en mayo**, especialmente en la eurozona. En un entorno geopolítico incierto y con señales contradictorias, los mercados se acogieron a los indicios favorables al acercamiento de posturas entre EE. UU. e Irán, con lo que mayo vivió una reducción del precio del petróleo y, con ello, cierta moderación en las expectativas cotizadas de inflación a corto plazo. Los tipos de interés soberanos europeos cayeron, lo que redujo las primas de riesgo, especialmente la italiana, que también fue la más tensionada durante las primeras semanas de conflicto. En EE. UU., en cambio, los tipos soberanos subieron en un mes marcado por la publicación de datos macro que han redirigido las expectativas de los inversores hacia una Fed más *hawkish*. Los índices bursátiles subieron globalmente, con excepciones puntuales, espoleados por el sector tecnológico. Con todo, la volatilidad descontada por los mercados siguió siendo elevada, a pesar de mostrar cierto alivio respecto a marzo y abril.

Los precios de la energía centran la atención. El mes de mayo estuvo marcado por la continuidad de un alto el fuego frágil en Oriente Próximo y del cierre del estrecho de Ormuz, pese al tránsito puntual de algún buque petrolero. A pesar de la incertidumbre, los mercados se apoyaron en los indicios favorables a un acuerdo de paz, de modo que mayo pasó de abrir con un Brent alrededor de los 110 dólares por barril a cerrar por debajo de los 100 dólares, aunque con mucha volatilidad y un ligero repunte en las últimas sesiones. Sin embargo, de las cotizaciones de los mercados también se destilaba la visión de que el restablecimiento de los flujos energéticos va a ser costoso, con lo que los futuros cotizaban un cierre de 2026 estructuralmente más alto que antes del conflicto y apuntaban, de manera relativamente estable, a un rango de entre 80 y 85 dólares por barril. Por el lado del gas natural, la dinámica fue parecida: si los precios cayeron a partir de finales de marzo, en mayo se mostraron volátiles dentro de la banda de 45-50 euros por MWh, y los futuros a cierre de 2026 apuntaban a 45-47 euros por MWh (15 euros más que antes del conflicto).

Las bolsas prolongan el desempeño positivo que ya mostraron en abril. Apoyados en el alza de la IA, los índices más beneficiados fueron los de Taiwán, Corea del Sur y Japón, por su importante peso en las cadenas de suministro de chips. Paralelamente, en EE. UU. el S&P 500 registró ocho semanas seguidas al alza, coincidiendo con la temporada de publicación de resultados del 1T. Sin embargo, este crecimiento global estuvo principalmente sostenido por el avance de las empresas tecnológicas, que más que compensaron el desempeño negativo de muchos otros sectores. NVIDIA, el mayor constituyente del S&P 500, publicó un crecimiento interanual del 85% en sus beneficios del 1T, impulsado por las ganancias provenientes de sus centros de datos, con un crecimiento interanual del 95%. Así, en el último mes, el buen desempeño de las empresas relacionadas con la IA intensificó el *narrowing* de mercado que se viene produciendo en los últimos trimestres, con un aumento del peso de las empresas

Drivers de los mercados financieros europeos en 2026

Importancia de cada driver (%)



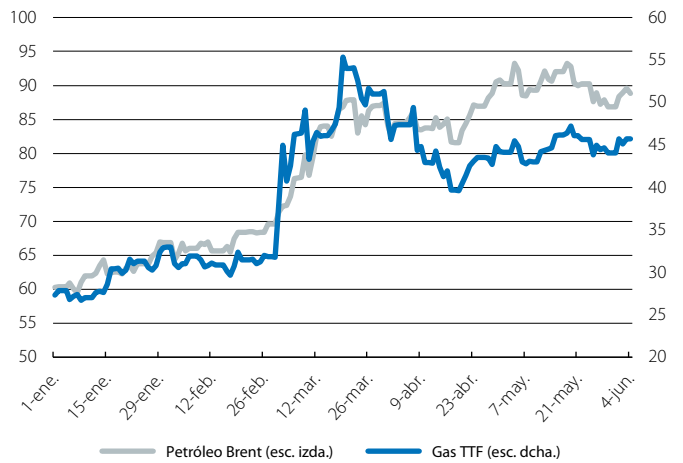
Nota: Las líneas corresponden a las medias móviles de la importancia de cada driver en las últimas 20 sesiones.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y datos de Bloomberg.

Energía: precios promedio cotizados para 2026

(Dólares por barril)

(Euros por MWh)

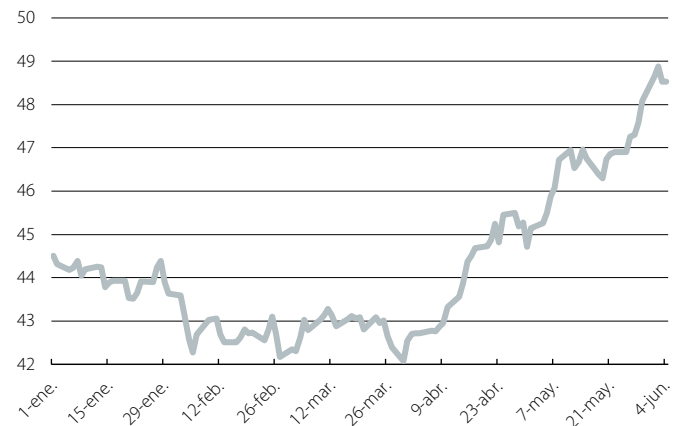


Nota: Promedio anual calculado a partir del precio promedio observado en los meses anteriores a la fecha y los futuros para el mes actual y los siguientes.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y datos de Bloomberg.

EE. UU.: peso del sector TIC en el índice bursátil S&P 500

(% sobre la capitalización bursátil total del índice)



Nota: Evolución a lo largo de 2026. TIC incluye los sectores de tecnología de la información y servicios de comunicación.

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

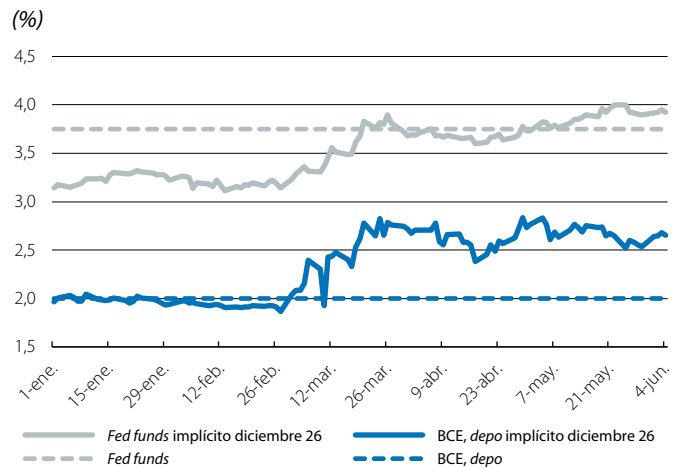
tecnológicas en el S&P 500, pasando de un 42% a ser más de un 48% en apenas dos meses.

La Fed da señales más hawkish... Hasta inicios de mayo, el mercado descontaba un tipo *fed funds* estable hasta finales de año, en un escenario en el que el *shock* en el precio de la energía no era particularmente negativo sobre la actividad económica de EE. UU., dada su posición de productor y exportador neto. Sin embargo, los últimos datos macroeconómicos han apuntado a un mercado laboral resiliente y a unos precios de producción e importación sustancialmente más altos de lo esperado por el consenso de analistas, lo que ha alimentado entre los inversores la percepción de que la Fed podría subir los tipos de interés (una posibilidad a la que los mercados financieros daban una probabilidad del 75% al cierre del informe). Este cambio en las expectativas llevó al dólar a apreciarse contra la mayoría de divisas principales. Por otro lado, estos reajustes se dan en un contexto cambiante para el banco: Kevin Warsh juró oficialmente el cargo como presidente de la Fed. Warsh ha mencionado su intención de reducir el tamaño del balance de la Fed y de reformar la política de comunicación del banco (eliminando la publicación del *dot-plot*, entre otras medidas) así como reducir la frecuencia de las reuniones del FOMC. En todo caso, estas comunicaciones no han sido interpretadas por el mercado como un cambio en el rumbo a corto plazo de la Fed.

... mientras que las expectativas del BCE se consolidan. Dominados por el *shock* de oferta provocado por el conflicto en Oriente Próximo y su impacto inflacionista en la eurozona, los mercados financieros consolidaron en mayo la perspectiva de que el BCE realice entre dos y tres subidas de tipos en 2026, dando una probabilidad superior al 90% a que el primer incremento de 25 p. b. se produzca en la reunión del próximo 11 de junio. Pese a ello, los tipos de interés soberanos de la eurozona retrocedieron desde los niveles alcanzados a finales de abril, y las primas de riesgo se estrecharon, especialmente la italiana, que es la que ha mostrado más sensibilidad a las noticias del conflicto.

El punto de mira volvió a estar en Japón, después de que el Ministerio de Finanzas nipón llevara a cabo una intervención sobre el yen cuando el cruce USD/JPY alcanzó la barrera de 160 a finales del mes pasado. Desde entonces, la divisa exhibió la misma dinámica que en episodios anteriores: una paulatina depreciación que apunta a una debilidad estructural. Los mercados descuentan un par de subidas del tipo de interés del Banco de Japón, algo que ya cotizaban antes del inicio del conflicto en Oriente Próximo. La primera de ellas se produciría en la próxima reunión, también prevista en junio. En el Reino Unido, los inversores se debatieron entre la posibilidad de endurecer la política monetaria ante el aumento de la inflación y el deterioro en las perspectivas de actividad económica, con un mercado laboral sufriendo tasas de paro de alrededor del 5%, niveles en los que no estaba desde la crisis de la COVID. Así, en mayo, los mercados financieros apuntaban a dos subidas del Banco de Inglaterra (BoE, por sus siglas en inglés), frente a las tres descontadas hace un mes, mientras que el consenso de analistas mantenía la previsión de un BoE estable en lo que queda de año. El Norges Bank, en Noruega, se adelantó al resto de bancos subiendo el tipo de interés en 25 p. b., hasta el 4,25%.

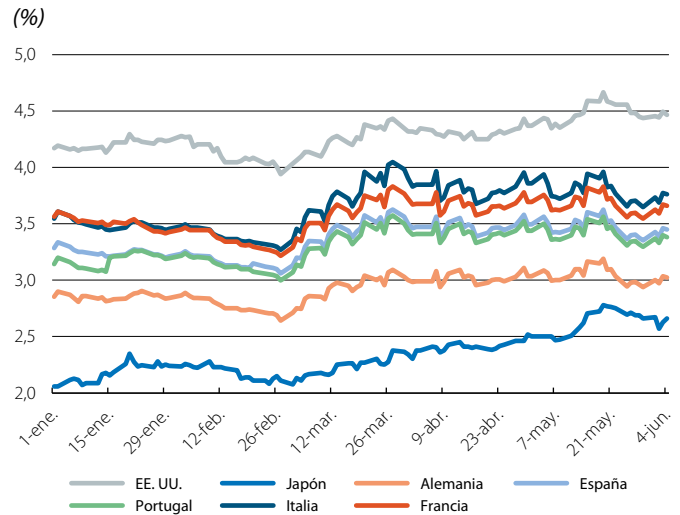
Tipos implícitos para la Fed y el BCE a diciembre de 2026



Nota: Las líneas grises se refieren al upper bound del tipo fed funds. Las líneas discontinuas corresponden al tipo respectivo actual.

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

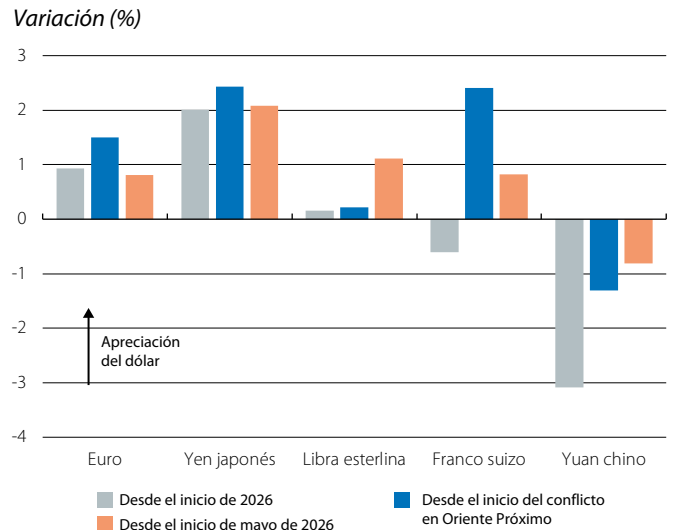
Tipos de interés soberanos a 10 años



Nota: Evolución a lo largo de 2026.

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

Tipos de cambio frente al dólar estadounidense



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

Las condiciones financieras detrás del escenario económico en 2026

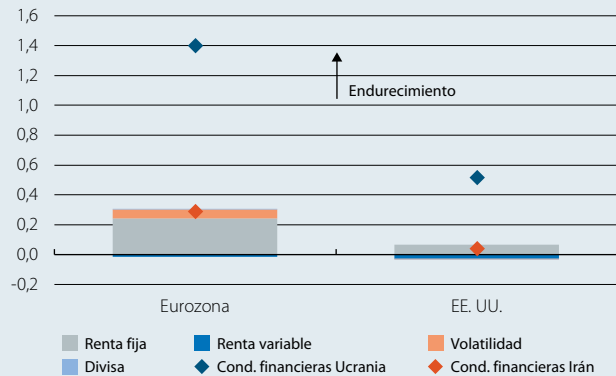
La guerra en Oriente Próximo ha cambiado las perspectivas económicas para los próximos trimestres y las condiciones financieras en las que estas se apoyan.¹ El bloqueo del estrecho de Ormuz y los daños a la infraestructura de la región han provocado un notable encarecimiento de las materias primas energéticas, de múltiples productos derivados (como los combustibles y los fertilizantes) y de otros productos en los que Oriente Próximo es relevante como productor o región de paso (por ejemplo, el aluminio). Todo ello ha desembocado en un repunte global de la inflación y, sumado a la elevada incertidumbre que persiste sobre la duración del conflicto militar, un aumento de la volatilidad.

Este contexto deja unas condiciones financieras menos favorables para la actividad económica en los próximos trimestres, caracterizadas por un incremento de la volatilidad, unos mayores tipos de interés y un camino más estrecho para los beneficios empresariales y el desempeño de las bolsas. Con todo, el endurecimiento de las condiciones financieras en su conjunto ha sido, hasta la fecha, moderado y, como muestra el primer gráfico, se explica principalmente por el repunte de los tipos de interés y el aumento de la volatilidad. En cambio, la renta variable ha ayudado a suavizar las tensiones, apoyada en una buena temporada de resultados empresariales en lo que va de año (tanto por los beneficios publicados como por las expectativas en adelante), el optimismo alrededor de la IA y la visión de que el *shock* energético tendrá más impacto en la inflación que en la actividad económica. Entre las economías avanzadas, la eurozona ha sufrido un mayor tensionamiento que EE. UU., reflejo de la vulnerabilidad relativa al nuevo *shock* (de hecho, en EE. UU. los índices de condiciones financieras recogen un tensionamiento, en agregado, muy modesto).²

Dejando a un lado la energía,³ el principal cambio en el entorno financiero es la orientación de la política monetaria. Ante un escenario en el que el *shock* energético es suficientemente relevante como para elevar, de manera

Condiciones financieras

Variación y contribuciones (puntos)



Nota: El cambio de condiciones financieras de la guerra de Ucrania compara el promedio de mayo de 2022 con el de enero de 2022; para Irán, se compara el promedio de febrero de 2026 con el de mayo de 2026.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y de datos de Bloomberg.

directa, la inflación algo por encima del 3% en el conjunto de 2026, los principales bancos centrales han señalado la intención de fijar una política monetaria moderadamente restrictiva. Así, nuestras nuevas previsiones económicas descansan en la visión de que el BCE subirá su tipo oficial hasta el 2,50% en 2026 y lo mantendrá en esa frontera entre la neutralidad y la restricción durante buena parte de 2027 (vs. una expectativa preconflicto de tipos estables en el 2,00%). La Fed, por su parte, pausará las bajadas de tipos que tenía previstas y mantendrá hasta 2027 el tipo *fed funds* en el mismo intervalo 3,50%-3,75% en el que ya cerró 2025. Con este giro controladamente restrictivo, ambos bancos centrales ayudarán a frenar el riesgo de que el encarecimiento energético desemboque en efectos indirectos y de segunda ronda,⁴ con lo que nuestro escenario contempla que tanto el BCE como la Fed puedan volver a sus sendas de tipos preconflicto hacia finales de 2027.⁵

La diferente reacción del BCE y de la Fed no solo refleja las diferencias en el punto de partida de ambos bancos cen-

1. Véanse los Focus [«Perspectivas para la economía internacional»](#) y [«Escenario macroeconómico para España: resiliencia en tiempos de incertidumbre»](#) en este mismo informe.

2. El análisis se basa en los índices de condiciones financieras desarrollados por CaixaBank Research (véase, por ejemplo, el artículo [«El enfoque holístico del BCE»](#) en el IM06/2021). Otros índices, como los de Bloomberg y Goldman Sachs, ofrecen un mensaje parecido, con una tensión moderada en las condiciones financieras de la eurozona a raíz del conflicto en Oriente Próximo y poco impacto en las de EE. UU.

3. Véase el Focus [«Los nuevos \(des\)equilibrios del mercado del petróleo»](#) en este mismo informe para una radiografía del impacto y estado del mercado de petróleo tres meses después del estallido del conflicto, en este mismo informe.

4. Los efectos indirectos y de segunda ronda también deberían verse mitigados por la ausencia de desequilibrios importantes entre oferta y demanda agregadas (como dibujan las modestas cifras de PIB de la eurozona de los últimos trimestres o el enfriamiento del mercado laboral norteamericano) y el deterioro de la confianza entre empresas y consumidores que, derivado del conflicto en Oriente Próximo, capturan los últimos indicadores. Por otro lado, una prolongación del conflicto, un mayor estrés energético y/o la influencia sobre las expectativas de inflación del recuerdo reciente de la crisis inflacionista de Ucrania pueden generar mayor inflación y favorecer un endurecimiento monetario más significativo.

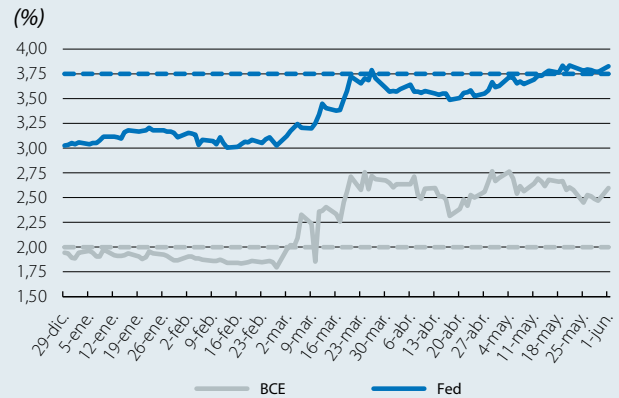
5. Es decir, que el BCE devuelva el tipo *depo* al 2,00% y la Fed retome la senda de recortes moderados (*fed funds* en el 3,00%-3,25% a cierre de 2027).

trales (inflación en el objetivo del 2% en la eurozona y política monetaria neutral vs. mayores inercias inflacionistas en EE. UU. y tipos moderadamente restrictivos), sino también el hecho de que el *shock* de Oriente Próximo tiene una naturaleza distinta en cada región. La dependencia de las importaciones energéticas de Europa hace que la eurozona esté expuesta de manera relevante a un encarecimiento de las materias primas energéticas incluso sin que Oriente Próximo sea un suministrador importante para Europa. En cambio, la autonomía energética de EE. UU. hace que la actividad económica norteamericana quede más protegida del *shock* directo. Ello se ha reflejado en un desempeño diferencial entre los mercados financieros europeos y de EE. UU.: el tercer gráfico muestra cómo, desde los bombardeos entre Irán y EE. UU. e Israel, los mercados europeos han estado dominados por una narrativa de «*shock* negativo de oferta», mientras que en los norteamericanos las sesiones se han caracterizado por un «*shock* de endurecimiento de la política monetaria». ⁶ A pesar de ello, el tipo de cambio del euro se ha mantenido relativamente estable frente a un dólar que ha capitalizado poco (en términos de apreciación) su papel de activo refugio ante un nuevo repunte de la incertidumbre. Así, mantenemos nuestra previsión de relativa fortaleza del euro, con la cota de los 1,20 dólares por euro como referencia de 2027.

En conjunto, el conflicto en Oriente Próximo ha hecho que el entorno financiero diera un paso atrás y, sin sufrir un gran tensionamiento en agregado, sea menos favorable al desempeño de la actividad económica en los próximos trimestres. Los riesgos son elevados y, si bien una resolución rápida del conflicto podría distender las condiciones financieras, la prolongación del bloqueo de Ormuz amenaza con una activación exponencial de los costes económicos y financieros si las existencias de petróleo y productos derivados caen demasiado y dejan de acolchar la contracción de la oferta energética. Asimismo, cabe no olvidar la vigilancia de los mercados sobre dinámicas de deuda pública en varias economías avanzadas, ni los riesgos financieros alrededor de la IA, tanto por su capacidad de cumplir expectativas como de disrumpir estructuras económicas establecidas.

6. La caracterización de las sesiones de mercados entre *drivers* de demanda, oferta o política monetaria se basa en los comovimientos de los distintos activos financieros. Por ejemplo, asociamos un *shock* negativo de oferta (que deprime la actividad y hace subir los precios) con caídas bursátiles y mayores tipos de interés (con expectativas de endurecimiento monetario para luchar contra la inflación); un *shock* positivo de demanda lo vinculamos con aumentos de la bolsa (mayores beneficios empresariales), expectativas de inflación y mayores tipos de interés; y un *shock* restrictivo de política monetaria está asociado a subidas de los tipos soberanos, una apreciación de la divisa doméstica y un descenso de las bolsas y de las expectativas de inflación. Para más detalles sobre esta extracción de narrativas económicas de los mercados financieros, véase el Focus «Lo que los mercados nos dicen de la macroeconomía» en el IM05/2026.

Bancos centrales: tipos esperados por los mercados a diciembre de 2026

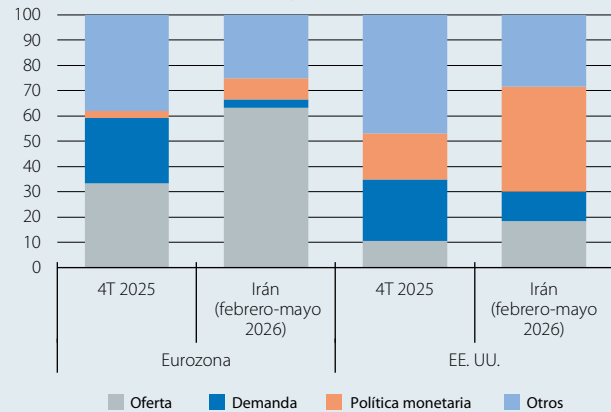


Nota: Las líneas de puntos muestran el nivel de tipos del que partían la Fed y el BCE a cierre de 2025.

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

Drivers macroeconómicos de los mercados financieros

(% del total de sesiones de negociación)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y de datos de Bloomberg.

Los nuevos (des)equilibrios del mercado del petróleo

A raíz del conflicto en Oriente Próximo y el cierre casi total del estrecho de Ormuz durante los últimos tres meses, el precio del petróleo se ha situado cerca de los 103 dólares por barril en el promedio de mayo, mientras que los futuros con vencimiento a 6-12 meses han fluctuado entre los 80 y 95 dólares por barril, manteniendo una curva de precios con una pendiente fuertemente negativa.¹

El mercado del oro negro: de fundamentales sólidos a un mundo líquido

En los últimos meses, los flujos de crudo procedentes del Golfo han caído desde 20 millones de barriles al día (mb/d) a 8 mb/d, como resultado del desplome de los flujos por Ormuz (de 16 mb/d a menos de 2 mb/d), solo parcialmente compensado mediante la redirección de flujos hacia rutas alternativas, entre las que destaca el puerto de Yanbu, en el Mar Rojo (véase el segundo gráfico). En este contexto, la producción mundial de petróleo ha caído desde unos 106-108 mb/d hasta cerca de 95 mb/d en abril, lo que indica que la caída de la producción en los países del Golfo solo ha sido modestamente compensada por un aumento de la producción en otras geografías. Al mismo tiempo, el consumo global se ha mantenido relativamente estable, en torno a los 103 mb/d en marzo y abril (frente a unos 104 mb/d en 2025), lo que apunta a una caída de la demanda todavía limitada, concentrada sobre todo en algunos países asiáticos y en algunos productos refinados.² De esta manera, el mercado mundial de petróleo ha pasado de un excedente de oferta de petróleo (crudo y productos refinados) cercano a los 2,0 mb/d³ a un déficit superior a 8 mb/d. La clave para amortiguar este déficit ha sido la utilización de los inventarios.

Inventarios globales de petróleo: el secreto del unicornio

Los inventarios de petróleo pueden dividirse en cuatro capas. La primera es el petróleo almacenado en buques,

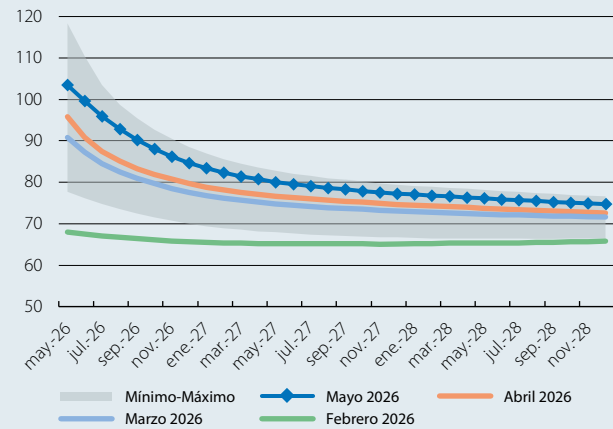
1. La pendiente negativa implica que los contratos para entrega a más corto plazo cotizan a precios sustancialmente más elevados que los contratos para entrega a largo plazo. Este patrón, conocido como *backwardation*, refleja que los compradores están dispuestos a pagar una prima para asegurarse entregas de petróleo a corto plazo y es un indicador de escasez de oferta (o de una demanda de petróleo excepcionalmente elevada). También indica que el mercado espera que el desajuste entre oferta y demanda sea temporal y desincentiva el almacenamiento de petróleo, dado que este valdrá menos en el futuro que en el presente.

2. Para más detalles, véase el «Oil Market Report» de mayo de 2026, de la Agencia Internacional de Energía (IEA, por sus siglas en inglés).

3. Véase el Focus «El mercado del petróleo, en el mundo de lo desconocido», en el IM04/2026.

Petróleo: precio de los futuros

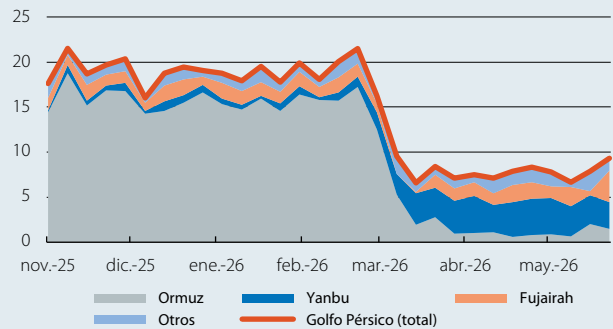
(Dólares por barril)



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

Flujos de crudo desde el golfo Pérsico

Millones de barriles al día (promedio semanal)



Notas: Se calculan los flujos marítimos de crudo con origen en puertos en países del golfo Pérsico. Se incluyen todas las salidas de buques de puertos en Irán, Irak, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Yemen, y se agregan según tengan punto de pasaje por el Estrecho de Ormuz o no (casos de los puertos de Yanbu, en el Mar Rojo, y Fujairah, en EAU). Datos integrados procedentes de satélites, reportes de brokers, aduanas y agentes portuarios, que permiten un monitoreo en tiempo real de los flujos marítimos de petróleo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Vortexa (vía Bloomberg).

parados o en tránsito, y es conocido como «petróleo en el agua». Por su rápida disponibilidad, se considera la primera capa que suele dar flexibilidad al mercado. En segundo lugar, están los inventarios comerciales. Estos se refieren a las existencias de crudo y derivados en manos del sector privado –como compañías petroleras, refinerías y operadores logísticos–, que se utilizan para el funcionamiento habitual del mercado. Su evolución es un indicador clave de equilibrio, ya que responde a los incentivos económicos generados por las condiciones de oferta y demanda. Por ello, su seguimiento resulta fundamental para evaluar tensiones en el sector y anticipar movimientos en los precios del petróleo. En tercer lugar, están las reservas estratégicas de petróleo (SPR, por sus siglas en inglés), sobre todo de crudo, ges-

tionadas por los gobiernos con el objetivo de reforzar la seguridad energética y hacer frente a situaciones excepcionales, como interrupciones graves del suministro, conflictos geopolíticos o desastres naturales. A diferencia de los inventarios comerciales, estas reservas no se utilizan para fines operativos habituales, sino que se liberan de forma deliberada para estabilizar el mercado y mitigar el impacto de *shocks* de oferta.⁴ Por ello, constituyen una herramienta clave de política energética, con capacidad para influir temporalmente en la oferta global y en la evolución de los precios del petróleo. Por último, están los «mínimos operativos», necesarios para mantener el funcionamiento físico del mercado. Como último «colchón» del mercado de petróleo, entre las tres capas anteriores y estos mínimos operativos, se sitúan los escenarios de destrucción de demanda, donde el sistema de precios se convierte en el principal mecanismo de equilibrio, enfriando el consumo para evitar que las existencias caigan hasta niveles críticos.⁵

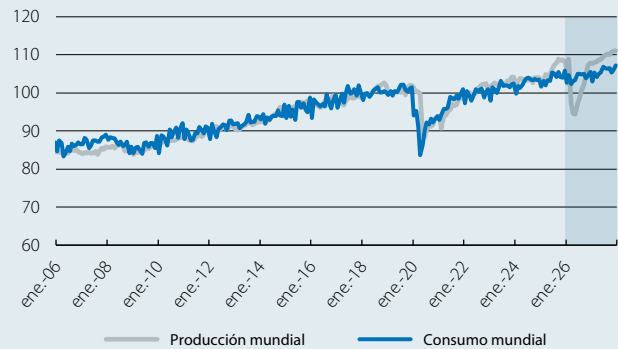
Los inventarios comerciales de petróleo de los países de la OCDE siguen dentro de su rango histórico. A finales de abril, se situaban justo por debajo de los 2.700 millones de barriles, frente a un promedio cercano a los 2.900 millones en la última década. Pero su rápida reducción (-150 millones de barriles entre marzo y abril) implica que, al ritmo actual, las existencias comerciales podrían acercarse a niveles críticamente reducidos en el 3T. Incluso bajo el supuesto (benigno) de una rápida reanudación de la producción mundial de petróleo desde junio, que retomaría su nivel previo al conflicto a finales del 4T 2026, las existencias comerciales de la OCDE podrían tocar mínimos históricos en junio y llegar a los 2.400 millones de barriles en el 3T, volviendo a normalizarse lentamente a partir de ahí. Esta disminución del nivel de inventarios comerciales implica una mayor probabilidad de repuntes no lineales de los precios en los próximos meses. Además, aquellos países (y productos) más dependientes de los suministros energéticos procedentes de los países del Golfo, y cuyas reservas son

4. El 11 de marzo, la IEA anunció la liberación de 400 millones de barriles de sus reservas estratégicas, estimadas en cerca de 1.200 millones de barriles (más de 600 millones de barriles mantenidos bajo obligación gubernamental). Esta fue tan solo la sexta liberación conjunta de reservas (tras las crisis de 1991, 2005, 2011 y 2022, la última con dos anuncios de liberación de reservas).

5. Estos niveles mínimos operativos están relacionados con los volúmenes que deben mantenerse en las infraestructuras petrolíferas –como tanques, oleoductos o cavidades subterráneas– por razones técnicas. Estos niveles actúan como una capa no utilizable, necesaria para garantizar el funcionamiento adecuado del sistema (niveles de presión, flujos, seguridad operativa). Se estima que los niveles mínimos operativos de petróleo se sitúan en torno a 30 días de demanda (es decir, con un consumo como el de la OCDE, de 45-47 mb/d, esto equivaldría a cerca de 1.400 millones de barriles).

Producción y consumo global de petróleo (crudo y refinados)

(Millones de barriles al día)



Nota: Se reportan datos hasta abril de 2026. A partir de mayo de 2026, se muestran las últimas previsiones de la EIA.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA (Energy Information Administration).

más limitadas, seguirán manteniendo una situación de mayor vulnerabilidad.⁶

A modo ilustrativo, otros escenarios podrían resultar en mayores desequilibrios en el mercado. Por un lado, la disrupción a corto plazo podría ser mayor de lo previsto, si las negociaciones entre Irán y EE. UU. no permiten una recuperación de los flujos a partir de junio, lo que llevaría a los inventarios a registrar mínimos aún más bajos durante los próximos meses. Por otro lado, la recuperación de la producción global de petróleo podría ser más gradual de lo esperado, por ejemplo, por unos daños mayores a lo esperado en infraestructuras petrolíferas en el golfo Pérsico o por dificultades de recuperar los flujos de navegación por el estrecho de Ormuz hacia niveles preconflicto, lo que implicaría unos niveles de existencias más bajos durante más tiempo. Dada la elevada correlación entre los precios del Brent y los inventarios comerciales, estos escenarios implicarían unas tensiones de precios todavía más elevadas en los próximos años.⁷

Brent: ¿hacia qué (nuevo) equilibrio?

A pesar de que los contratos futuros apuntan a unos precios estructuralmente más elevados del petróleo en los próximos años como resultado del mayor *shock* petrolífe-

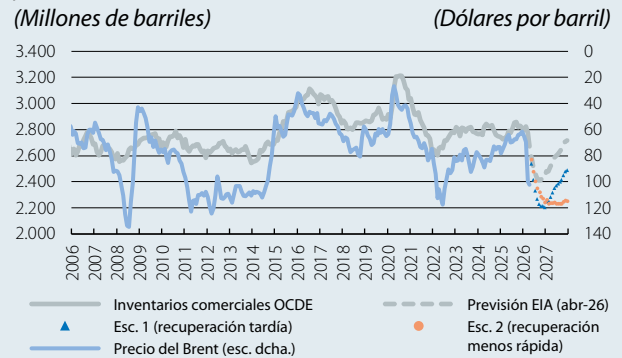
6. Aunque, a nivel macro, el mercado del petróleo aún parece estar lejos de umbrales operativos críticos, el nivel de existencias es muy heterogéneo entre regiones y productos. Los inventarios de productos refinados (como el combustible de aviación y la nafta) se han deteriorado más rápidamente que los de crudo, mientras que varios países de Asia emergente muestran dificultades de aprovisionamiento.

7. En su último «Oil Market Report» de mayo de 2026, la IEA estima una pérdida acumulada de 900 millones de barriles (incluyendo la liberación de 400 millones de barriles de reservas estratégicas) asumiendo el final del conflicto en junio y una recuperación de la producción a partir del 3T. La IEA estima que esta cifra podría duplicarse en caso de un conflicto de mayor duración.

ro de la historia, los mercados también parecen descontar una rápida normalización de las condiciones de oferta y demanda en los próximos meses. En este escenario, los inventarios globales lograrían mantenerse como principal mecanismo de absorción del actual *shock* de oferta y el precio del Brent converge, de momento, hacia un equilibrio cercano a los 80 dólares por barril. Aun así, es importante recordar que las cotizaciones de los contratos futuros no constituyen una bola de cristal. Más que reflejar un poder predictivo, ofrecen la posibilidad de asegurar entregas de una determinada cantidad de un bien escaso en el futuro, a un determinado precio, sobre la base de la información disponible actualmente. Asimismo, del mismo modo que la pendiente negativa de la curva apunta a una elevada tensión del mercado a corto plazo, a largo plazo el mercado seguirá probablemente marcado por una larga cola de riesgos al alza.

Luís Pinheiro de Matos

Inventarios comerciales de petróleo (OCDE) y precio del Brent



Notas: Se reportan datos hasta abril de 2026. A partir de mayo de 2026, se muestran las últimas previsiones de la EIA y dos escenarios alternativos. En el escenario 1, asumimos que la disrupción de los flujos de petróleo se mantendría hasta mediados del 3T, y una velocidad de recuperación algo más lenta (-0,5mb/d) en el 4T. En el escenario 2, asumimos una recuperación de la producción global a partir de junio, pero más lenta, con unas retiradas netas de inventarios (la diferencia estimada entre consumo y producción globales) inferiores (-1mb/d) al escenario central (previsión EIA) hasta finales de 2027. Se muestra el promedio mensual del precio del Brent.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA (Energy Information Administration).

Tipos de interés (%)

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-25
Euríbor 3 meses	2,27	2,20	7	24	27
Euríbor 12 meses	2,80	2,85	-4	56	71
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,41	2,50	-9	40	64
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,53	2,64	-11	41	75
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,94	3,04	-10	8	44
Deuda pública a 10 años (España)	3,35	3,50	-15	7	26
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,30	3,44	-14	15	32
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,66	3,66	-1	1	-67
Deuda pública a 1 año	3,77	3,71	6	30	-33
Deuda pública a 2 años	4,00	3,87	14	53	11
Deuda pública a 10 años	4,44	4,37	6	27	4

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	60	-7	2,2	-5,0
Itraxx Financiero Sénior	55	63	-7	1,0	-6,5
Itraxx Financiero Subordinado	91	103	-12	-2,4	-16,6

Tipos de cambio

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,166	1,173	-0,6	-0,7	2,7
EUR/JPY (yenes por euro)	185,670	183,700	1,1	0,9	13,6
EUR/GBP (libras por euro)	0,867	0,862	0,5	-0,6	2,8
USD/JPY (yenes por dólar)	159,270	156,590	1,7	1,6	10,6

Materias primas

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
Índice Bloomberg de materias primas	135,1	140,5	-3,8	23,2	35,1
Brent (\$/barril)	92,1	114,0	-19,3	51,3	43,5
Oro (\$/onza)	4.540,3	4.617,9	-1,7	5,1	38,0

Renta variable

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	7.580,1	7.209,0	5,1	10,7	28,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	6.050,5	5.881,5	2,9	4,5	12,7
Ibex 35 (España)	18.362,9	17.781,0	3,3	6,1	29,8
PSI 20 (Portugal)	9.076,5	9.345,0	-2,9	9,8	22,8
Nikkei 225 (Japón)	66.329,5	59.284,9	11,9	31,8	74,7
MSCI emergentes	1.752,2	1.600,2	9,5	24,8	51,4

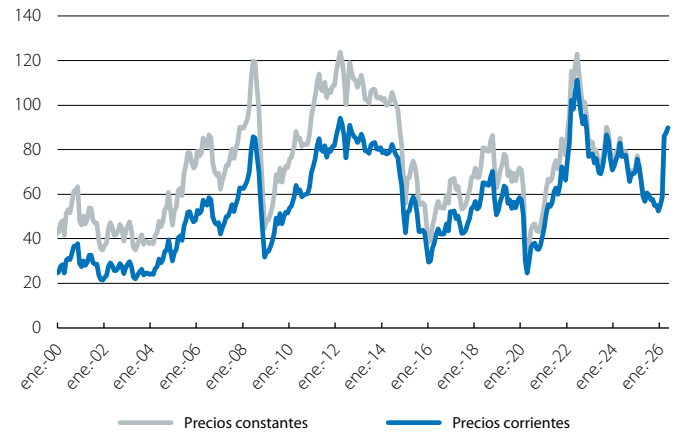
La economía global en búsqueda de un nuevo equilibrio

La reapertura de Ormuz, una condición necesaria pero no suficiente. El cierre del estrecho de Ormuz desde el inicio del conflicto ha impulsado el precio del petróleo hasta niveles cercanos a los 100 dólares por barril en los últimos meses, mientras que la reducción de inventarios ha permitido absorber una parte del *shock* energético. En las últimas semanas, las noticias de una extensión del alto al fuego y las negociaciones entre EE. UU. e Irán han llevado a una cierta percepción de que el estrecho podría reabrirse pronto, lo que permitiría recuperar los flujos de energía desde la región. Sin embargo, para restablecer el equilibrio entre oferta y demanda sería necesario un aumento sostenido de los flujos por Ormuz, y la restauración de los niveles de inventarios previos al conflicto no será rápida. En conjunto, todo apunta a que el mercado energético seguirá tensionado y a que el riesgo geopolítico continuará presionando los precios al alza.

La actividad económica se desacelera ante un nuevo shock. Los indicadores disponibles para las economías avanzadas apuntan a una ralentización de la actividad en el 2T. En la UE, el índice de sentimiento económico mostró una ligera recuperación en mayo (93,7 puntos vs. 93,4 anterior), pero se mantiene cerca de los mínimos observados en los últimos años y por debajo de su promedio histórico de 100 puntos. Los indicadores de sentimiento empresarial apuntan a un nuevo deterioro. El PMI de la eurozona cayó a mínimos de casi tres años y se situó en los 47,5 puntos (vs. 48,8 anterior), arrastrado, sobre todo, por la debilidad del sector servicios (en mínimos de finales de 2020), en un entorno de incertidumbre y aumento de la inflación. Del lado de las manufacturas, la actividad se sigue sosteniendo, mientras que los subcomponentes de precios muestran un aumento de los costes de producción. En su informe de primavera, la Comisión Europea remarca el deterioro del escenario macro provocado por el conflicto en Oriente Próximo y un entorno que sigue marcado por la elevada incertidumbre, lo que refuerza los riesgos a la baja al crecimiento. En CaixaBank Research, situamos la previsión de crecimiento de la eurozona en el 0,7% para 2026 (-0,5 p. p. respecto a nuestra previsión anterior, por una combinación de datos de PIB algo inferiores a lo previamente estimado y del impacto en Oriente Próximo) y en el 1,2% para 2027 (-0,3 p. p.). Véase el Focus «[Perspectivas para la economía internacional](#)» en este mismo informe.

EE. UU.: foco en el consumo privado y en el mercado laboral. La economía estadounidense sigue resistiendo el impacto del *shock* energético, pese al deterioro de la confianza de los consumidores. El consumo personal creció un 0,1% intermensual en abril (vs. 0,3% en marzo), condicionado por el debilitamiento de la capacidad adquisitiva de los hogares, mientras que el mercado laboral mostró solidez. La tasa de paro se mantuvo en el 4,3%, mientras que la creación de empleo se situó en 115.000 personas (vs. 63.000 personas, promedio del 1T). Asimismo, la segunda estimación del PIB del 1T 2026 situó el crecimiento en el 0,4% intertrimestral (-0,1 p. p. respecto a la primera estimación) y reflejó un avance más moderado del consumo privado (+0,3% intertrimestral, vs. 0,5% en el 4T 2025). Por su parte, la inversión fija se ha confirmado como el principal motor de crecimiento en el trimestre. Los datos de sentimiento empresarial han mostrado unos

Brent: precio (Euros por barril)

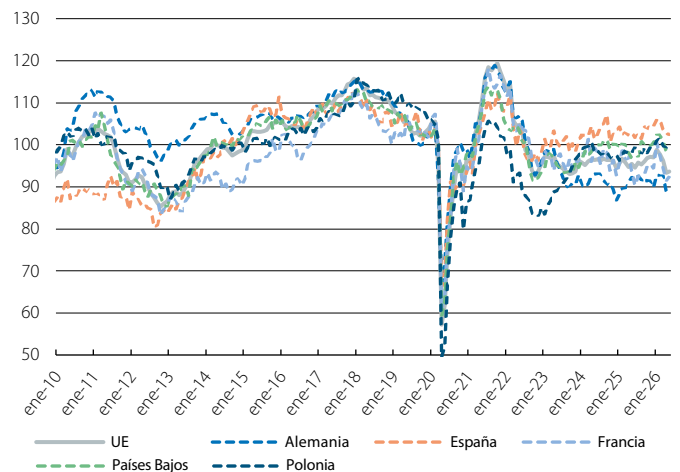


Notas: Se muestran los promedios mensuales. Para el cálculo del Brent a precios constantes, se utilizan los precios de diciembre de 2025 como base. El deflactor utilizado se basa en la inflación IPCA para la eurozona.

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

UE: indicador de sentimiento económico (ESI)

Índice

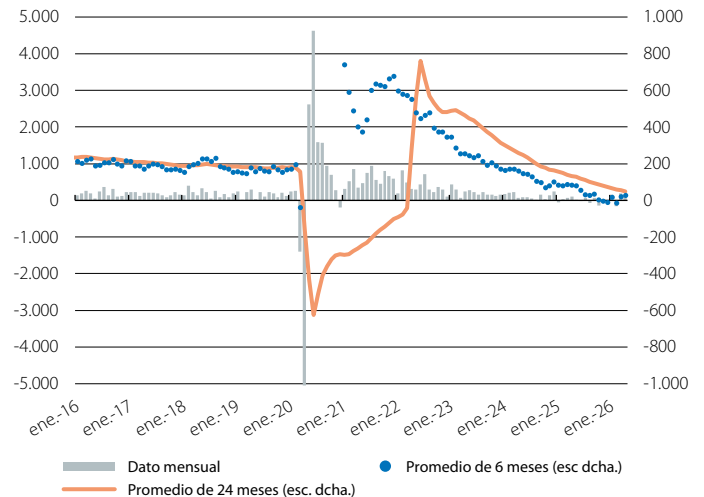


Nota: El promedio histórico del índice es de 100 puntos (desde el año 2000).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

EE. UU.: empleo

Variación mensual (miles de empleos)



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

niveles compatibles con una ligera desaceleración de la actividad en el 2T, pero con ritmos de crecimiento positivos. El PMI compuesto se mantuvo sin cambios en mayo (51,7 puntos), aunque los subcomponentes de precios muestran unas presiones inflacionistas transversales y marcan máximos desde 2022.

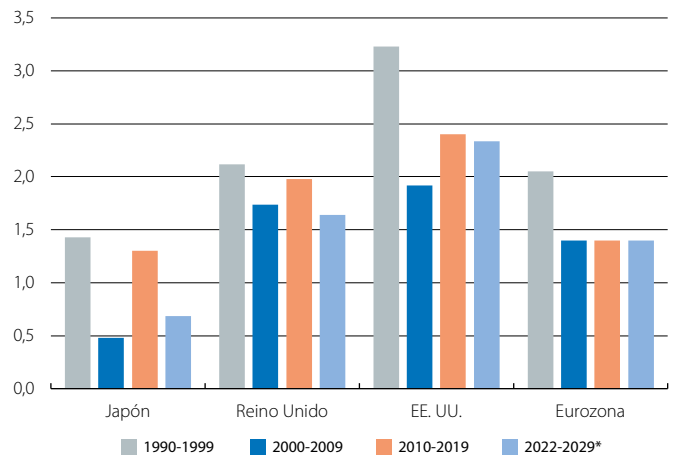
Las presiones inflacionistas se aceleran ante el encarecimiento de la energía. La inflación general de la eurozona subió hasta el 3,2% interanual en mayo (vs. 3,0% en abril), mientras que la núcleo se situó en el 2,5% (+0,3 p. p.). El impulso de los precios energéticos sigue siendo visible (la energía volvió a contribuir 1 p. p. a la inflación general) y destacaron las dinámicas observadas en la inflación núcleo, donde a la tendencia al alza observada en los bienes industriales se suma un notable repunte de la inflación de los servicios. Todavía sin el desglose detallado por componentes, el rebote de los servicios podría explicarse por efectos de calendario y el impacto indirecto del conflicto en Oriente Próximo, en servicios más sensibles a la energía, como el transporte. En EE. UU., el índice PCE, referencia para la Fed, registró un avance interanual del 3,8% en abril (+0,3 p. p.) en la general, mientras que la variación del componente núcleo se situó en el 3,3% (+0,1 p. p.), lo que refuerza la visión de una Fed «en espera» hasta finales de año y un BCE que podría moverse hacia una primera subida «por seguridad» ya en junio (para más detalles, véase el Focus «Las condiciones financieras detrás del escenario económico en 2026» en este informe).

Reino Unido y Japón empiezan el año con buen pie, pero con retos por delante. El PIB británico creció un 0,6% intertrimestral en el 1T (vs. 0,2% anterior), gracias al impulso de los servicios y al dinamismo del consumo privado. Sin embargo, la inestabilidad política generada tras las elecciones locales, junto con el repunte de los bonos soberanos y una mayor incertidumbre sobre el rumbo de la política económica, podría traer nuevos retos a la economía británica este año. Por su parte, el PIB de Japón creció un 0,5% intertrimestral en el 1T (vs. 0,2% anterior), apoyado por el buen comportamiento de la demanda interna y por el repunte de las exportaciones. El tope introducido por el Gobierno nipón sobre los carburantes y combustibles está contribuyendo a mantener la inflación relativamente contenida por el momento. No obstante, los riesgos se concentran claramente al alza, como reflejan los componentes de precios de los PMI, en niveles cercanos a los registrados en 2022, y un mercado laboral tensionado. Ante un aumento de las expectativas de inflación a nivel global, ingredientes como la incertidumbre económica y un posible deterioro de las perspectivas fiscales podrían aumentar la presión sobre ambos países.

Las perspectivas para las economías emergentes se deterioran, aunque con excepciones. En China, tras un buen 1T, los datos de actividad muestran una desaceleración en abril. La producción industrial se ralentizó, aunque creció todavía a buen ritmo (+4,1% interanual vs. 6,1% en el 1T), mientras que las ventas minoristas se mantuvieron prácticamente estancadas. En positivo, el buen comportamiento de los servicios y la mejora de la confianza de los consumidores, en un entorno de una inflación todavía contenida, podrían ayudar a sostener la actividad. Por otro lado, el PIB de Brasil creció un 1,8% interanual en el 1T, impulsado sobre todo por el consumo privado y la inversión. En el contexto de un shock energético global, estos datos reiteran que las economías importadoras de energía, y en particular las que muestran mayores vulnerabilidades de partida, podrían afrontar mayores riesgos a sus perspectivas de crecimiento.

Global: crecimiento del PIB

Variación anual (%)

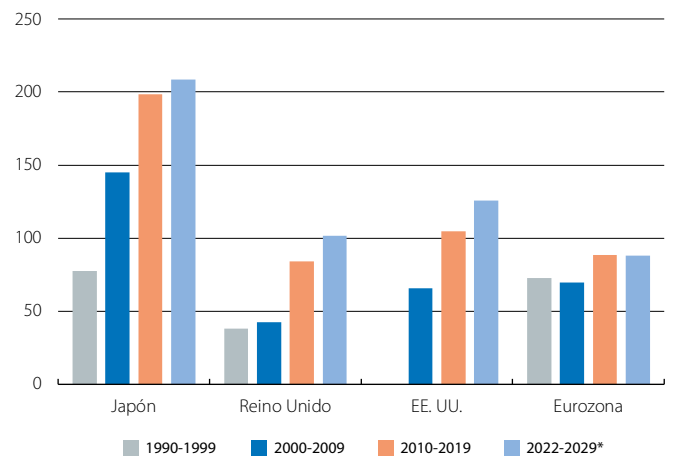


Notas: Se calculan los promedios del crecimiento anual para cada periodo. Para el periodo 2022-2029, se consideran las previsiones del FMI a partir de 2026 (WEO, abril de 2026).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

Global: deuda pública

(% del PIB)

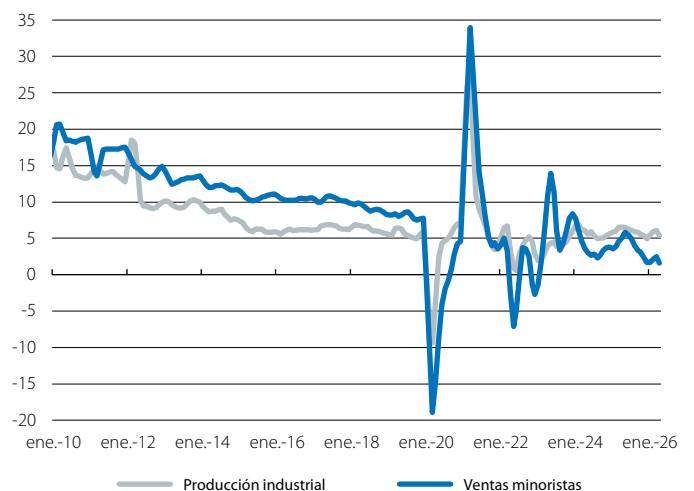


Notas: Se calculan los promedios de la ratio de la deuda pública para cada periodo. Para el periodo 2022-2029, se consideran las previsiones del FMI a partir de 2026 (WEO, abril de 2026).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

China: indicadores de actividad

Variación interanual (% , promedio de 3 meses)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadísticas de China (NBS).

Perspectivas para la economía internacional

A cierre de este informe, el conflicto en Oriente Próximo sigue abierto y sigue tensionando los precios de la energía y sus derivados. La duración del conflicto será determinante para evaluar su impacto económico. En la región se produce casi el 30% del crudo y el 20% del gas mundiales; este último es un insumo clave en la producción de fertilizantes y helio, fundamental para la producción de semiconductores; y, además, en ella se encuentran dos de las principales vías marítimas del mundo: los estrechos de Ormuz y de Bab-el-Mandeb (en el Mar Rojo). Asimismo, existen elementos que pueden presionar para acelerar una salida al conflicto, como la pérdida de popularidad de Trump (que puede pasarle factura en las *mid-term*) o el elevado coste económico de la guerra. Dada la incertidumbre del entorno, nuestras previsiones económicas se anclan en los precios de la energía cotizados en los mercados.

En concreto, nuestro escenario descansa en los futuros cotizados por los mercados financieros en un promedio de 14 días laborables (para reducir su volatilidad). Con estos datos, el barril de Brent superará los 100 dólares hasta julio, para abaratarse gradualmente hasta unos 85 dólares a final de año, lo que situará la cotización media del Brent en 2026 en torno a los 90 dólares y en 2027 prácticamente en los 80 dólares, niveles sustancialmente más elevados que los descontados antes del conflicto (casi 25 y 15 dólares superiores, respectivamente). Además, no se prevé volver a cotizaciones preguerra hasta, por lo menos, 2030. Para los precios del gas, el impacto ha sido muy inferior al sufrido tras el inicio de la guerra en Ucrania. Con todo, los futuros en los que descansan nuestras previsiones descuentan un precio del gas algo inferior a 45 euros por MWh en media de 2026 y de algo superior a 35 euros por MWh en media de 2027, unos 10-15 euros más caro cada año que los esperados antes del conflicto.

En otras palabras, los futuros energéticos parecen estar descontando una resolución progresiva del conflicto militar que llevaría a una reapertura del estrecho de Ormuz, pero reconociendo que ello no implica una recuperación inmediata de la actividad a los niveles preconflicto.¹

En este contexto de precios de la energía más elevados, el crecimiento económico será menor de lo esperado antes del conflicto, sobre todo en aquellos países más dependientes de las importaciones energéticas (Europa y Asia, sobre todo India, especialmente afectadas), al tiempo que la inflación subirá de forma generalizada, lo que condicionará una posición más *hawkish* de los principales bancos centrales.²

1. Véase el Focus «[Los nuevos \(des\)equilibrios del mercado del petróleo](#)» en este mismo Informe Mensual.

2. Véase el Focus «[Las condiciones financieras detrás del escenario económico en 2026](#)» en este mismo Informe Mensual.

Principales previsiones

Variación interanual (%)

	PIB			Inflación		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Mundo	3,4	3,0	3,2	4,1	4,4	3,7
	–	<i>3,3</i>	<i>3,2</i>	–	<i>3,9</i>	<i>3,5</i>
EE. UU.	2,1	2,1	2,1	2,6	3,5	2,4
	–	<i>2,6</i>	<i>2,0</i>	–	<i>2,6</i>	<i>2,2</i>
Eurozona	1,5	0,7	1,2	2,1	3,1	2,3
	–	<i>1,3</i>	<i>1,5</i>	–	<i>1,9</i>	<i>2,0</i>
Alemania	0,3	0,6	1,1	2,3	3,2	2,4
	–	<i>1,0</i>	<i>1,4</i>	–	<i>2,0</i>	<i>2,1</i>
Francia	0,9	0,6	0,9	0,9	2,4	2,0
	–	<i>1,0</i>	<i>1,2</i>	–	<i>1,3</i>	<i>1,7</i>
Italia	0,7	0,5	0,7	1,6	2,6	2,1
	–	<i>0,8</i>	<i>1,1</i>	–	<i>1,5</i>	<i>1,8</i>
China	5,0	4,5	4,0	0,1	1,0	1,5
	–	<i>4,5</i>	<i>4,0</i>	–	<i>1,0</i>	<i>1,5</i>

Notas: Promedio del periodo. En azul y cursiva, previsiones anteriores (febrero de 2026).

Fuente: CaixaBank Research.

La eurozona se enfrenta a otro shock energético

La región tiene una baja exposición directa a Oriente Próximo. Pero, pese a los esfuerzos llevados a cabo en los últimos lustros para aumentar su eficiencia energética y potenciar el uso de energías renovables, sigue teniendo una elevada dependencia de los combustibles fósiles: representan casi el 70% de toda la energía consumida por toda la economía, siendo prácticamente el único tipo de energía usado en el sector de transporte.³ El impacto de unos mayores precios energéticos hará que la inflación sea más elevada en los próximos meses y superará en media el 3,0% en 2026, alrededor de 1,0 p. p. por encima de lo esperado antes de la guerra. Por tanto, la capacidad de compra de las familias se reducirá y el consumo privado perderá ritmo en los próximos trimestres, pero sin llegar a retroceder, gracias al elevado colchón de ahorro existente (más del 14% de la renta bruta disponible) y a un mercado de trabajo todavía resiliente (la tasa de paro lleva más de un año en torno a mínimos históricos del 6,2%). También hay que tener en cuenta que el cierre de 2025 y el comienzo de 2026 en la eurozona fueron más débiles de lo esperado, lo que explica la sustancial revisión a la baja que llevamos a cabo: –0,5 p. p. en 2026, hasta un 0,7%, y –0,3 p. p. en 2027, hasta un 1,2%. Esta pérdida de dinamismo de la actividad, por otro lado, mitigará los efectos indirectos y de segunda ronda y, junto con distintas medidas fiscales aprobadas, ayudará a contener el impacto inflacionista de la guerra. Por el momento, la eurozona evitará entrar en recesión,

3. Véase el Focus «[Europa, ante otra crisis energética](#)» en el IM04/2026.

pero no podría descartarse si el conflicto se prolonga y se materializan escenarios más adversos.

EE. UU., el impacto de una inflación más elevada sobre un crecimiento muy basado en la inversión en tecnología

EE. UU. es el mayor productor mundial de crudo y gas y un exportador neto, pero eso no implica que sus consumidores no noten el impacto de la subida de precios de la energía. De hecho, la inflación ya está acusando este impacto (la gasolina supera los 4 dólares por galón), en un contexto en el que los precios de los servicios ya mostraban una elevada resistencia a moderarse. En consecuencia, el impacto directo del encarecimiento energético hará que la inflación general en 2026 sea, en media, casi 1,0 p. p. más elevada de lo que habría sido sin el conflicto, alcanzando el 3,5%. Esta evolución de la inflación afectará negativamente al consumo de los hogares, como ya apunta el notable deterioro de los principales indicadores de confianza de las familias, si bien todavía mantendrán ritmos de avance dinámicos. Además, seguimos confiando en que la inversión en tecnología se mantendrá sólida gracias al impulso del despliegue de la IA, por lo que la economía estadounidense mantendría ritmos de avance bastante robustos. No obstante, dado que el 4T 2025 y el 1T 2026 fueron más débiles de lo esperado, recortamos en 0,5 p. p. el crecimiento previsto para 2026, hasta un 2,1%, ritmos en los que prácticamente se mantendrá en 2027.

China se beneficiará del impulso que suponen sus exportaciones de alto valor añadido

La economía china afronta el impacto de la guerra en Oriente Próximo con cierta ambigüedad. Al ser importador

neto de energía, se ve castigada por el fuerte encarecimiento de la energía, al tiempo que sus exportaciones a Europa (que representan casi el 16% de su total) se ven entorpecidas por las interrupciones comerciales en la región. Sin embargo, el despegue de la IA y el desarrollo de las energías verdes en buena parte del mundo están impulsando sus exportaciones de alto valor, sectores en los que China ya se ha convertido en un referente mundial. A corto plazo, esta mayor diversificación de las exportaciones chinas contribuirá a sostener el crecimiento de su economía. Esto, sumado a la rebaja arancelaria provocada por el Tribunal Supremo de EE. UU. y a un inicio de año algo mejor de lo estimado, nos reafirma en nuestra previsión de crecimiento del 4,5% para 2026 y del 4,0% para 2027. Por su parte, las medidas implementadas por el Gobierno para contener el impacto del *shock* energético mantendrán bajo control una inflación que, antes del conflicto, era muy baja, con lo que confiamos que se sitúe en un rango entre el 1,0%-1,5% en 2026 y 2027.

En suma, parece que nos dirigimos hacia un mundo con menor crecimiento e inflaciones más elevadas. La incertidumbre es muy alta y todavía no pueden descartarse los escenarios más adversos, con impactos regionales muy dispares y en donde la inflación alcanzaría tasas mucho más elevadas por más tiempo, como ya alertó el FMI en su informe de abril. Con todo, hay que incidir en que la situación es diferente a la de 2022, cuando las importantes interrupciones que todavía sufrían las cadenas de oferta a nivel global tras la pandemia llevaron la inflación mundial a casi al 9,0%.

Rita Sánchez Soliva

Bienestar de los hogares europeos: más dependencia pública frente a más inflación

Entre 2013 y 2019, la recuperación posterior a las crisis financiera y soberana permitió avances graduales pero sostenidos en la capacidad adquisitiva de las familias, apoyados en la mejora del empleo y en un entorno de inflación contenida. Con la pandemia, esta dinámica se vio alterada y, aunque la renta nominal y el mercado laboral mostraron resiliencia, el *shock* inflacionista acentuado tras la invasión de Ucrania erosionó el poder de compra y tensionó el bienestar de los hogares, con un impacto particularmente severo en los de renta baja. En este contexto, el consumo efectivo real de los hogares per cápita –un indicador amplio de bienestar material, que incorpora tanto el gasto privado como los bienes y servicios individuales provistos por el sector público– permite analizar cómo han evolucionado las condiciones de vida de los hogares europeos antes y después de la pandemia, así como el papel de la redistribución pública.

De la recuperación poscrisis al *shock* inflacionista

El consumo efectivo real per cápita es un indicador que refleja el bienestar material de los hogares con mayor precisión que el PIB, la renta disponible o el consumo final (véase el primer gráfico para definiciones). Es una medida menos sensible a desviaciones coyunturales entre producción, ingresos de las familias y ahorro, especialmente relevantes tras la pandemia y durante los *shocks* inflacionistas recientes.¹ A diferencia de las métricas anteriores, incorpora las transferencias en especie del sector público –educación y sanidad, así como vivienda o transporte subvencionado–, por lo que refleja mejor el disfrute de bienes y servicios por parte de los hogares.

En el periodo 2013-2019, el consumo efectivo real per cápita de las familias siguió en la UE una senda de crecimiento estable (en torno al 1,5% anual), en línea con una fase de expansión de la renta y una normalización gradual de la economía tras las crisis financiera y soberana (véase el segundo gráfico). El avance de esta medida de bienestar fue algo menos marcado que el del PIB, pero sólido al apoyarse en la mejora del empleo y en un entorno de inflación moderada (menos del 1% en promedio anual). Esta dinámica cambió de forma abrupta con la pandemia. El desplome inicial del consumo privado en 2020 dio paso a una recuperación relativamente rápida, impulsada por una política fiscal expansiva, aunque el aumento de la incertidumbre habría llevado la tasa de ahorro a un nivel estructuralmente más elevado.

Sin embargo, el verdadero punto de inflexión no fue la pandemia en sí, sino el episodio inflacionista posterior. Entre 2021 y 2023, el fuerte encarecimiento de la energía y los alimentos erosionó el poder adquisitivo de los hogares.

1. FMI (2020). «Measuring Economic Welfare: What and How?».

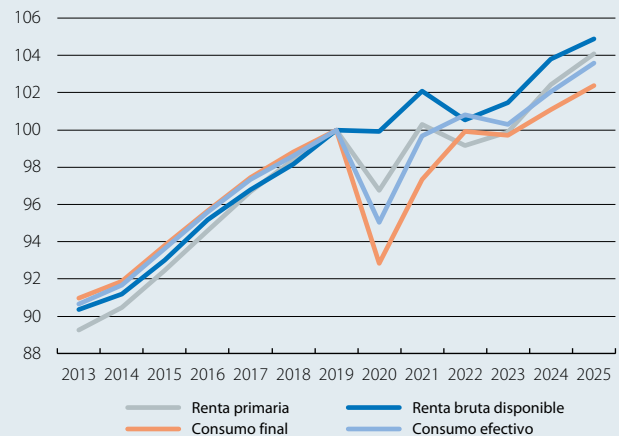
Consumo efectivo de los hogares



Fuente: CaixaBank Research.

UE: renta y consumo per cápita

En términos reales (índice 100 = 2019)



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

La inflación media anual de la UE alcanzó un máximo histórico del 9,2% en 2022, lo que abrió una brecha persistente entre la evolución de las variables en términos nominales y reales. A su vez, este *shock* inflacionista tuvo un marcado carácter regresivo. Los hogares con menores ingresos soportaron tasas de inflación sensiblemente superiores al destinar una mayor proporción de su gasto a bienes básicos, justo los que más se encarecieron en esta etapa.² Además, en algunos países se deterioraron las condiciones de acceso a la vivienda.³

2. BCE (2024). «The unequal impact of the 2021-22 inflation surge on euro area households».

3. Véase el Focus «Hay razones para que la vivienda sea la principal preocupación de la ciudadanía europea» en el IM02/2026.

Menos convergencia y más dispersión entre países tras la pandemia

Más allá del agregado europeo, la comparación entre países revela cambios significativos en las dinámicas de crecimiento y convergencia. Esto se explica en buena medida por el impacto desigual de la inflación y por las distintas holguras fiscales con que contaban los países para responder. En términos generales, el crecimiento promedio del consumo efectivo real per cápita en el periodo 2019-2025 ha sido notablemente inferior al registrado años antes de la pandemia para la gran mayoría de Estados miembros (véase el tercer gráfico). Solo algunos países han logrado sostener el crecimiento del consumo efectivo, mientras que otros han experimentado una desaceleración más marcada, principalmente en Europa del Este. Por su parte, las cuatro grandes economías de la UE (Alemania, Francia, Italia y España) muestran un estancamiento durante los últimos años.

En los años previos a la pandemia, los países con menores niveles iniciales de consumo efectivo per cápita tendían a registrar tasas de crecimiento notablemente más elevadas, lo que apuntaba a un proceso gradual de convergencia en bienestar (véase el cuarto gráfico). Esta pauta se debilita tras 2019. El impacto asimétrico de los shocks inflacionistas, unido a diferencias en el margen fiscal, ha dado lugar a una mayor dispersión de resultados entre Estados miembros. La pandemia y los shocks posteriores no han revertido los avances previos, pero el resultado ha sido una convergencia más lenta (véase en el gráfico la línea punteada azul por debajo de la gris y la mayor pendiente para niveles bajos de bienestar) y menos uniforme (mayor dispersión de la nube de puntos azul), persistiendo amplias diferencias estructurales dentro de la UE.

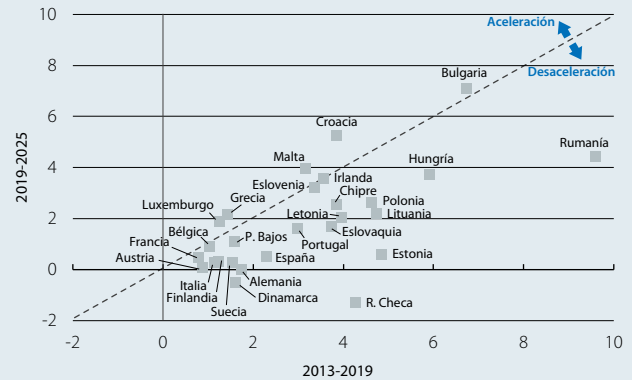
Sostener el bienestar en un entorno inflacionista: límites de la redistribución

El análisis de las principales economías de la UE muestra con claridad el cambio de patrón entre los dos periodos. Mientras que en 2013-2019 el crecimiento del consumo efectivo real per cápita se apoyaba fundamentalmente en el avance de la renta real y en una inflación contenida, tras la pandemia el principal factor diferenciador es el fuerte aumento de la inflación, que ha erosionado de forma significativa el poder adquisitivo a pesar de la fortaleza del mercado laboral (véase el quinto gráfico). En respuesta, las transferencias públicas ganan peso como mecanismo de amortiguación –particularmente en los Países Bajos, Polonia y Alemania–, junto con una reducción gradual de la tasa de ahorro tras el fuerte repunte de 2020-2021, más acusada en Francia, España e Italia. En el caso español, los resultados per cápita están, además, influidos por el acelerado aumento de la población por mayores flujos migratorios en el periodo reciente.

En el conjunto de Estados miembros, el papel más activo de la redistribución tras la pandemia ha sido un fenómeno

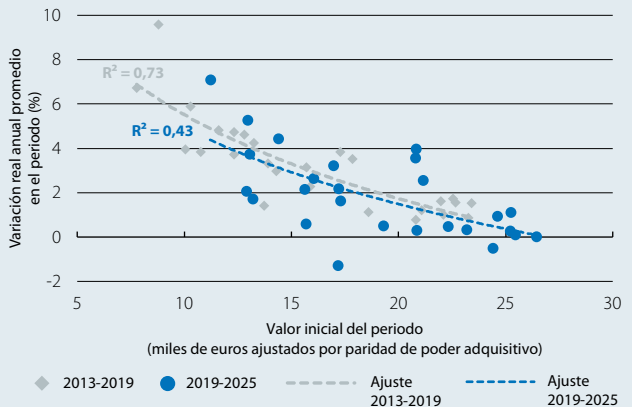
UE: consumo final efectivo de los hogares per cápita (países)

Variación real anual promedio en el periodo (%)



Nota: Datos hasta 2022 para Bulgaria, hasta 2024 para Estonia y hasta el 3T 2025 para Irlanda. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

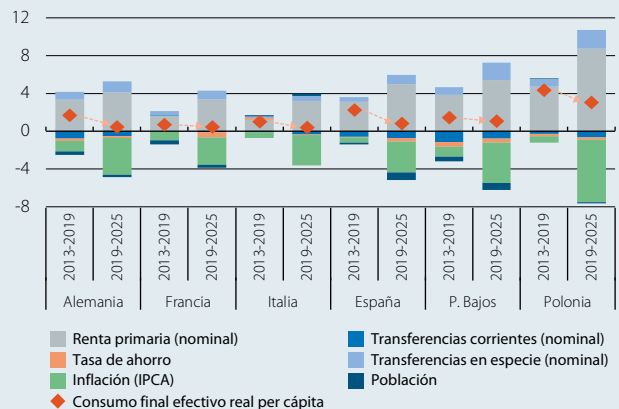
UE: consumo final efectivo de los hogares per cápita (países)



Notas: Datos hasta 2022 para Bulgaria, hasta 2024 para Estonia y hasta el 3T 2025 para Irlanda. Luxemburgo queda excluido por registrar valores atípicos (en torno a 35.000 euros). Ajuste logarítmico. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

UE: consumo final efectivo de los hogares per cápita (mayores economías)

Variación real anual promedio en el periodo (p. p.)



Notas: Transferencias corrientes netas de impuestos y cotizaciones sociales. Tasa de ahorro calculada como la inversa del consumo final de los hogares sobre su renta bruta disponible en términos nominales. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

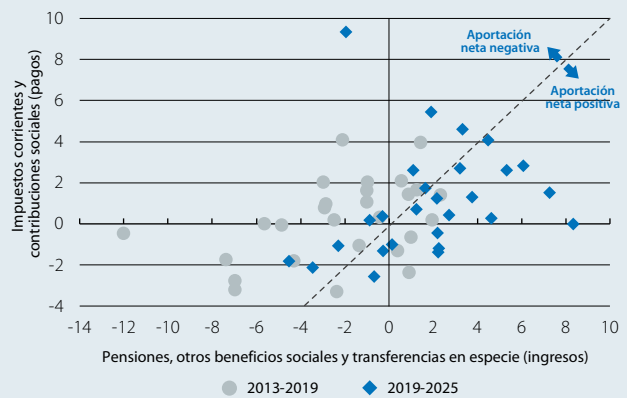
generalizado pero no uniforme (véase el sexto gráfico). En la mayoría de los países, el aumento de las transferencias –monetarias o en especie– ha venido acompañado de una mayor aportación vía impuestos y cotizaciones, si bien la compensación por el lado de los ingresos fiscales no ha sido total en un buen número de casos. En contraste, solo una minoría de países muestra durante los últimos años una contribución neta negativa de las transferencias al crecimiento del consumo efectivo de los hogares.

Implicaciones para la cohesión e impulso a la agenda competitiva

Desde la pandemia, la actuación de los gobiernos de la UE ha logrado amortiguar el impacto de *shocks* sin precedentes sobre el bienestar material de los hogares, evitando una caída abrupta del consumo efectivo per cápita. No obstante, este resultado se ha apoyado crecientemente en la redistribución pública y se ha producido en un contexto de menor convergencia entre países. La erosión del poder adquisitivo causada por la inflación ha evidenciado los límites de un modelo basado en la protección *ex post* del bienestar. De cara al futuro, preservar la cohesión económica exigirá reforzar los fundamentos competitivos de la UE: impulsar la productividad y profundizar el mercado único.⁴ Sin avances en el crecimiento potencial y la creación de empleo, sostener el bienestar será cada vez más costoso y más difícil de compatibilizar con la convergencia europea en un entorno de elevado endeudamiento público.⁵

David Martínez Turégano

Transferencias corrientes y en especie Variación como porcentaje de la renta primaria (p. p.)



Nota: Datos hasta 2022 para Bulgaria, hasta 2024 para Croacia, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Letonia, Lituania y Malta, y hasta el 3T 2025 para Irlanda.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

4. Véase el Focus [«¿Cuánto ha avanzado la UE con la Brújula de la Competitividad?»](#) en el IM04/2026.

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

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Actividad									
PIB real	2,8	2,1	2,1	2,3	2,0	2,6	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,5	4,9	4,6	3,9	4,6	4,5	4,9	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	96,1	93,1	97,4	94,2	90,7	92,2	93,8	93,1
Producción industrial	–0,7	1,1	0,5	1,7	1,6	1,1	0,8	1,4	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,8	48,7	48,2	52,6	52,7	52,7	54,0
Viviendas iniciadas (miles, promedio mensual)	1.371	1.357	1.356	1.347	1.323	1.413	1.507	1.465	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (índice)	330	339	338	338	341	343	342	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,2	4,3	4,5	4,3	4,3	4,3	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,1	59,8	59,8	59,6	59,7	59,3	59,2	59,1	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,4	–3,6	–3,4	–3,0	–2,5	–2,2	...	...
Precios									
Inflación general	2,9	2,6	2,4	2,9	2,7	2,7	3,3	3,8	...
Inflación núcleo	3,4	2,8	2,8	3,1	2,6	2,5	2,6	2,8	...

JAPÓN

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Actividad									
PIB real	–0,2	1,1	2,0	0,5	0,2	0,6	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	37,2	34,7	33,2	34,8	36,7	36,9	33,3	32,2	33,6
Producción industrial	–3,0	0,1	0,1	–1,1	–1,3	1,2	0,6	2,3	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	13,0	14,0	15,0	17,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,5	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,7	–0,5	–0,4	...	...	...	...
Precios									
Inflación general	2,7	3,2	3,4	2,9	2,7	1,4	1,4	1,3	...
Inflación subyacente	2,4	3,0	3,2	3,2	3,0	2,6	2,5	1,9	...

CHINA

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Actividad									
PIB real	5,0	5,0	5,2	4,8	4,5	5,0	–	–	–
Ventas al por menor	3,3	3,8	4,4	2,4	0,7	2,4	1,7	0,2	...
Producción industrial	5,6	5,9	6,2	5,8	5,0	6,0	5,7	4,1	...
PMI manufacturas (oficial)	49,8	49,6	49,4	49,5	49,4	49,6	50,4	50,3	50,0
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	997	1.189	1.145	1.174	1.189	1.179	1.179	1.167	...
Exportaciones	4,6	5,5	6,0	6,5	3,8	14,5	2,3	13,9	...
Importaciones	1,0	0,2	–0,8	4,6	3,4	23,0	28,1	25,3	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,1	0,0	–0,2	0,6	0,8	1,0	1,2	...
Tipo de interés de referencia ³	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	6,9	6,9	6,8	6,8

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Ventas al por menor (variación interanual)	1,2	2,4	3,1	2,0	2,3	1,9	2,1	1,0	...
Producción industrial (variación interanual)	-2,9	1,5	1,2	1,5	2,0	-1,2	-2,1	...	...
Confianza del consumidor	-12,6	-13,4	-14,2	-13,6	-12,9	-13,8	-16,4	-20,6	-19,0
Sentimiento económico	95,9	95,9	95,0	96,0	97,1	97,7	96,3	93,2	93,5
PMI manufacturas	45,9	49,1	49,3	50,1	49,5	50,8	51,8	52,8	53,8
PMI servicios	51,5	51,3	50,1	50,9	53,0	51,2	50,2	47,6	47,7
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	...
Alemania (% pobl. activa)	3,4	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	3,8	3,8	...
Francia (% pobl. activa)	7,5	7,7	7,6	7,8	8,0	8,2	8,2	8,2	...
Italia (% pobl. activa)	6,6	6,1	6,3	6,0	5,7	5,3	5,2	5,1	...
PIB real (variación interanual)	0,9	1,5	1,6	1,4	1,2	0,8	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-0,5	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,4	0,9	0,8	0,8	1,1	0,9	-	-	-
Italia (variación interanual)	0,6	0,7	0,5	0,7	0,9	0,8	-	-	-

Precios

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
General	2,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	2,6	3,0	3,2
Núcleo	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,6

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Saldo corriente	3,4	2,2	2,7	2,4	2,2	2,2	2,2	...	...
Alemania	5,9	4,5	5,0	4,7	4,5	4,4	4,4	...	...
Francia	0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	...	...
Italia	1,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,4	1,4	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,2	96,1	96,2	97,9	97,5	97,2	96,8	97,3	97,0

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	03/26	04/26	05/26
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	0,8	2,7	2,6	2,9	3,0	3,0	3,2	3,4	...
Crédito a hogares ^{2,3}	0,5	2,2	2,1	2,5	2,9	3,0	3,0	3,0	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,4	3,2	3,3	3,3	3,4	...	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	4,6	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	...	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-3,9	5,0	5,3	5,5	5,4	5,4	5,1	4,1	...
Otros depósitos a corto plazo	12,4	-0,1	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	-0,1	0,8	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	11,0	4,4	0,9	0,8	4,2	1,1	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	3,0	1,9	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.

España mantiene un crecimiento sólido pese al repunte de la incertidumbre

Crecimiento: algo menor, pero dinámico. El escenario macroeconómico vuelve a estar condicionado por un aumento de la incertidumbre geopolítica, a raíz del conflicto en Irán, cuya principal vía de transmisión es el encarecimiento de la energía. España lo afronta desde un punto de partida sólido, tras un 2025 dinámico y un 1T 2026 mejor de lo esperado. El crecimiento se apoya en la fortaleza del consumo privado y del empleo, el buen comportamiento de las exportaciones de servicios y una inversión que sigue beneficiándose de los fondos europeos. Estos factores, junto con el elevado ahorro acumulado de los hogares y el apoyo de la política fiscal, actúan como amortiguadores frente al deterioro del entorno internacional. Con todo, el repunte de la energía y la menor tracción de la demanda externa restarán dinamismo a la actividad y presionarán al alza la inflación. En consecuencia, revisamos moderadamente a la baja el crecimiento del PIB, hasta el 2,1% en 2026 y el 1,8% en 2027, frente al 2,4% y el 2,0% contemplados anteriormente. Pese a ello, el diagnóstico de fondo se mantiene: la economía española seguirá creciendo a un ritmo relativamente elevado, con apoyos diversificados y claramente por encima de un promedio europeo que se prevé inferior al 1%.

Los datos de actividad del 2T son relativamente positivos, con un mercado laboral fuerte, pero también con cierta debilidad incipiente del consumo privado. En lo que llevamos del 2T, la afiliación a la Seguridad Social ha crecido, corregida por estacionalidad, un 0,6% intertrimestral, 1 décima más que en el 1T. En mayo ya se empieza a reflejar la incorporación de inmigrantes tras la regularización extraordinaria, pero incluso excluyendo estas altas los datos siguen siendo dinámicos. Estimamos que, de las más de 63.000 nuevas altas, en términos desestacionalizados aproximadamente un tercio se deben al proceso de regularización. Excluyéndolas, el aumento de la afiliación se situaría en un 0,2% intermensual, un ritmo comparable al del 1T. Los PMI apuntan a una inercia positiva en el 2T: el PMI manufacturero se situó en 51,2 puntos en mayo, de modo que el sector, al estar por encima de los 50, sigue en expansión. La producción sigue aumentando ligeramente, compensando la debilidad de la demanda, el retroceso de los pedidos y el repunte de costes tras el conflicto de Oriente Próximo. El PMI de servicios repuntó en mayo y volvió a terreno expansivo, 50,1 puntos tras los 47,9 de abril, en la antesala de una temporada turística estival que, si el conflicto en el Golfo se encauza de forma razonable en tiempo y forma, se prevé muy buena. Sin embargo, el impacto del *shock* empieza a notarse en los indicadores de consumo. En abril, las ventas minoristas cayeron un 1,5% intermensual y el avance interanual se desaceleró sustancialmente: del 4,1% al 0,8%. Nuestro indicador interno de consumo doméstico también es coherente con esta pérdida de empuje: en abril y mayo, el crecimiento del consumo fue del 1,6% interanual, claramente por debajo del 3,5% del 1T, aun-

España: nuevo escenario macroeconómico

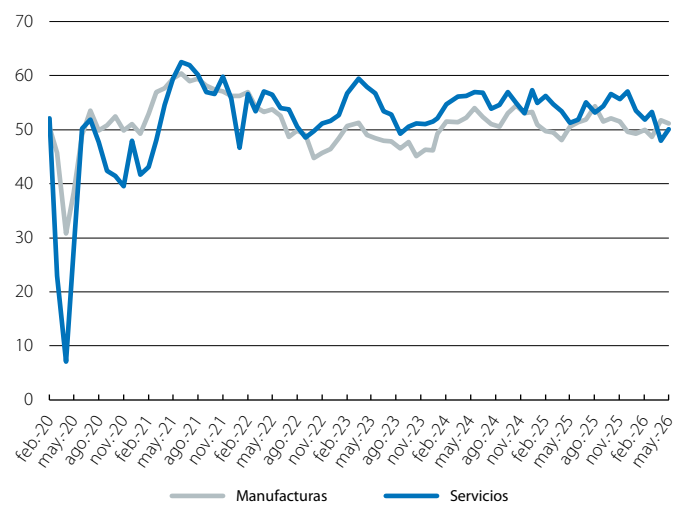
Variación anual (%), excepto indicación expresa

	Nuevo escenario macroeconómico			Escenario anterior		
	2025	2026 (p)	2027 (p)	2025	2026 (p)	2027 (p)
PIB	2,8	2,1	1,8	2,8	2,4	2,0
Tasa de paro (% de población activa)	10,5	9,8	9,3	10,5	9,8	9,2
Inflación	3,7	3,5	2,7	2,7	2,4	2,2

Fuente: CaixaBank Research.

España: PMI

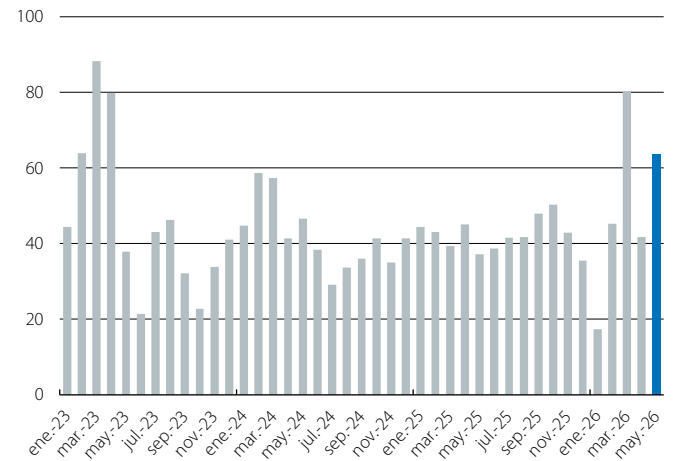
Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles de personas)



Nota: * Serie corregida de estacionalidad.

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

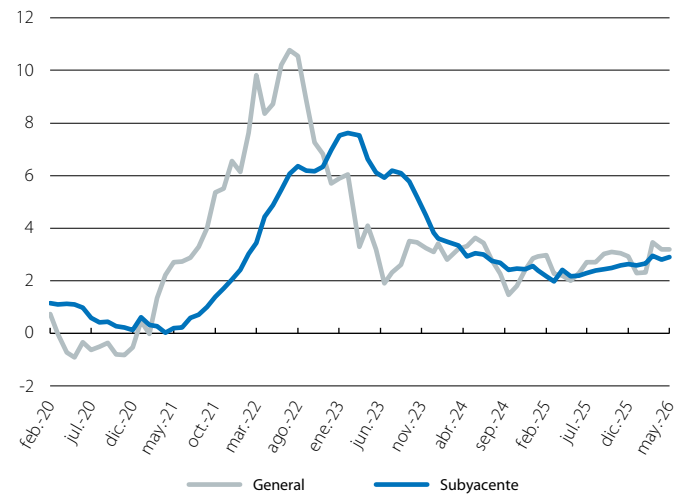
que parte de lo observado responde a factores transitorios (efectos base y calendario de Semana Santa).

La inflación sigue por encima del 3% por la energía. Las nuevas previsiones de CaixaBank Research elevan la inflación al 3,5% en 2026 y al 2,7% en 2027, frente al 2,4% y 2,2% anteriores. El escenario incorpora un impacto directo de la guerra de Irán en 2026 vía precios energéticos y, en 2027, vía efectos indirectos (traslado gradual y moderado a bienes industriales y alimentos). El dato adelantado de mayo estuvo alineado con el escenario: inflación general del 3,2% (como en abril) y subyacente del 2,9% (1 décima por encima). Llamó la atención el repunte en los servicios (6 décimas, hasta el 4,0%) por el transporte y las actividades recreativas, en parte por un rebote tras un abril anómalamente bajo por efectos de calendario. En junio, se espera un repunte temporal concentrado en la energía tras la retirada de descuentos fiscales en electricidad y gas; con precios coherentes con los futuros actuales, la inflación podría situarse en torno al 4% en junio y exhibir una senda descendente después.

Buen desempeño de la balanza por cuenta corriente, que, con datos hasta marzo, apenas se ve afectada por la guerra de Irán. El superávit de la cuenta corriente se situó en el 3,0% del PIB (acumulado de un año), en consonancia con el dato registrado un año antes y con los fundamentos de nuestra narrativa: una economía resiliente pese a la incertidumbre, apoyada todavía en el fuerte dinamismo de los servicios, tanto turísticos como no turísticos, que compensa con holgura el deterioro del saldo de bienes en un contexto de mayor pujanza de la demanda interna y de disrupciones geopolíticas. El superávit turístico se situó en el 4,1% del PIB y mantiene el brío pese a una ligera moderación por el mayor crecimiento de las importaciones turísticas, una tendencia que podría reforzarse ante la posible redirección de flujos turísticos por la guerra en el Golfo. Los servicios no turísticos aumentaron notablemente su contribución hasta el 3,1% del PIB frente al 2,6% un año atrás, gracias al sólido avance de las exportaciones. En el comercio de bienes, la evolución fue más mixta: el déficit de bienes no energéticos se amplió hasta el -1,4% del PIB en un contexto de mayor dinamismo de las importaciones asociado al empuje de la demanda interna, mientras que el déficit energético se moderó hasta el -1,7% del PIB. Así, pese a las tensiones recientes en los precios de la energía, el saldo energético (acumulado de 12 meses) todavía no se ha deteriorado.

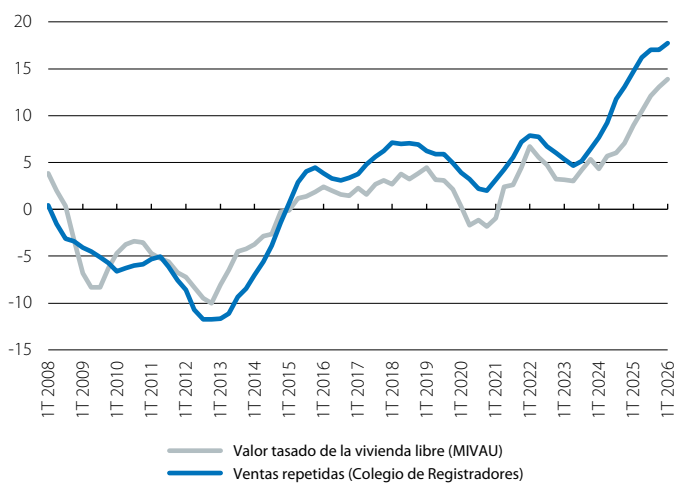
En el mercado de la vivienda, la brecha entre oferta y demanda sigue aflorando en el comportamiento de los precios. El crecimiento de los precios se mantuvo elevado en el 1T, con un avance del 3,8% intertrimestral y del 13,9% interanual, en el marco de un desequilibrio persistente entre una oferta insuficiente y una demanda muy dinámica. Varios factores ya analizados han impulsado la demanda: el aumento de las rentas, el crecimiento demográfico y la fortaleza del mercado laboral. Aunque los visados de obra nueva han aumentado, la producción efectiva sigue sin absorber completamente la demanda, lo que refuerza la necesidad de acelerar el incremento de la oferta para evitar mayores tensiones de precios. Este desequilibrio nos lleva a prever que el crecimiento de los precios de la vivienda seguirá siendo elevado en los próximos trimestres, incluso ante la perspectiva de que el BCE suba tipos.

España: IPC
Variación interanual (%)



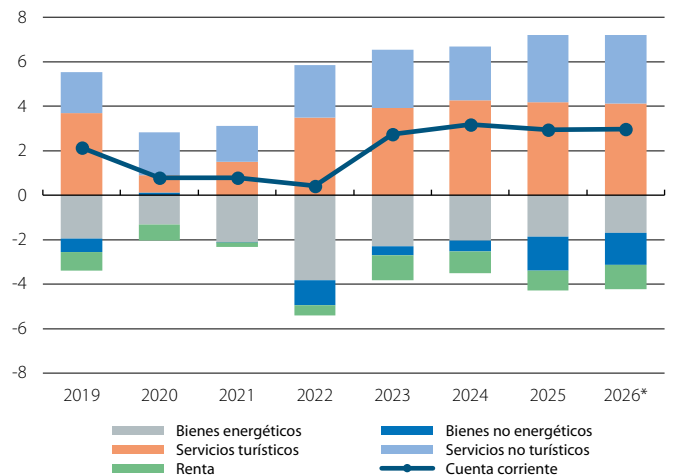
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: precio de la vivienda
Tasa de variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana y del Colegio de Registradores.

España: saldo por cuenta corriente
(% respecto al PIB)



Nota: * Datos del 1T 2026, acumulado de cuatro trimestres.

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

Encuesta Financiera de las Familias: ¿España no es país para jóvenes? (parte 2, dos años después)

Brecha generacional: un fenómeno que persiste en renta y riqueza

Hace dos años, publicamos en nuestro *Informe Mensual* el Focus «Encuesta Financiera de las Familias: España no es país para jóvenes», en el que analizábamos la evolución de las diferencias entre los hogares jóvenes españoles y los de otras generaciones –la denominada brecha generacional– en términos de renta y riqueza, así como las divergencias en las tasas de propiedad de la vivienda y en el nivel de endeudamiento. El análisis se basaba en los datos de la Encuesta Financiera de las Familias de 2022 (EFF 2022), elaborada por el Banco de España.

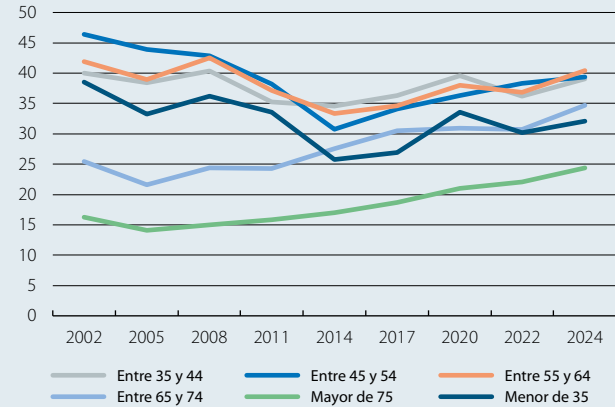
En dicho artículo se documentaba un empeoramiento de la posición relativa de los hogares jóvenes respecto al resto de generaciones, especialmente en lo que se refiere a la riqueza. Dos años después, con la novena oleada de la EFF 2024 ya disponible, a partir de 6.250 encuestas a hogares, que permiten caracterizar la distribución de las principales variables de renta y riqueza de los 19,5 millones de hogares españoles, es momento de revisar aquellos resultados y analizar si dichas conclusiones siguen vigentes.

A nivel agregado, la EFF documenta que la renta mediana¹ de los hogares españoles alcanzó un máximo histórico en términos reales en 2023^{2,3} (36.100 euros, precios de 2024) y superó su nivel de 2001 tras crecer un notable 3,8% anual entre 2021 y 2023. La riqueza bruta mediana de los hogares también ha aumentado y ha alcanzado los 195.650 euros en 2024, tras crecer en términos reales un 1,7% al año desde 2022. Prácticamente está en niveles de 2014, aunque aún muy lejos del pico de la burbuja.

Esta evolución agregada tanto en renta como en riqueza enmascara importantes diferencias entre generaciones. En el periodo más reciente, entre 2021 y 2023, la renta bruta de los hogares jóvenes⁴ (con cabeza de familia menor de 35 años) ha crecido a un ritmo del 3,1% anual, algo por debajo del agregado; la de los hogares de 35-44 años, un 3,9%, a la par con el agregado; y la de los hogares de 45-54 años, apenas un 1,4%. En cambio, impulsada en buena parte por la indexación de las pensiones a la infla-

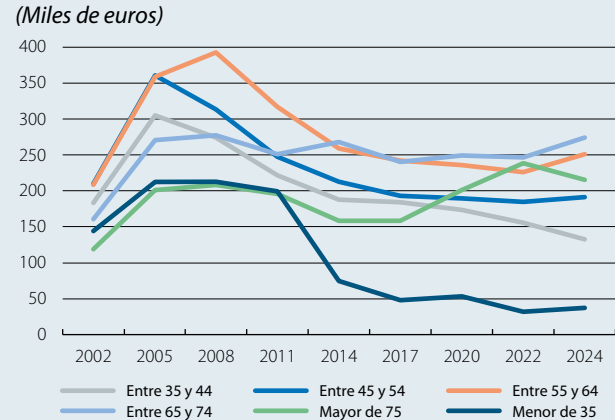
1. Renta bruta, antes de impuestos y cotizaciones.
 2. Todos los importes de este artículo son a precios constantes de 2024, es decir, corregidos por la inflación.
 3. Los datos de renta de la EFF 2024 corresponden a 2023 y para las distintas oleadas son siempre del año previo. Para las variables financieras, son datos del año de la encuesta.
 4. La visión a nivel de hogar no incluye la situación de jóvenes menores de 35 años que no han conformado un hogar (es decir, que no están emancipados).

España: renta mediana por grupos de edad (Miles de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

España: riqueza bruta mediana por grupos de edad (Miles de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

ción, la renta de los hogares de 65-74 años ha aumentado a un notable 6,3% anual.

La comparación con los anteriores máximos históricos de renta –alcanzados en 2001– continúa revelando una marcada brecha generacional. Solo los hogares con un cabeza de familia mayor de 65 años han logrado superar dicho máximo, mientras que los hogares de 35-44 años prácticamente lo igualan (caída del 2,1%). En contraste, los hogares jóvenes y los de 45-54 años siguen situando su renta bruta claramente por debajo del nivel de 2001, con retrocesos del 16,8% y del 15,0%, respectivamente.

En el periodo más reciente, entre 2022 y 2024, la riqueza bruta de los menores de 35 años ha crecido a un notable ritmo del 8,3% anual, muy superior al 0,9% agregado,

impulsada por la entrada de una parte de este colectivo en el mercado de la vivienda durante una fase alcista del ciclo inmobiliario. Por su parte, ha caído a una tasa anual del 7,9% entre los hogares de 35-44 años, mientras que ha aumentado un 5,4% anual entre los de 55-74 años.

Este crecimiento reciente ha permitido moderar parcialmente el deterioro acumulado desde 2014, aunque este sigue siendo muy significativo: mientras que en 2022 la riqueza bruta de los jóvenes se situaba un 57% por debajo del nivel de 2014,⁵ en 2024 esa brecha se había reducido al 50%. En comparación, la riqueza bruta se situaba en 2024 un 29% por debajo de 2014 para los hogares de 35-44 años, un 10% para los de 45-54 años y apenas un 3% para los de 55-64 años. Finalmente –y es aquí donde se aprecia la brecha generacional en toda su magnitud–, en la última década la riqueza bruta ha aumentado un 2,1% entre los hogares de 65 a 74 años y un notable 35,9% entre los mayores de 75 años. En consecuencia, la brecha generacional sigue siendo muy acusada, tanto en términos de renta como de riqueza.

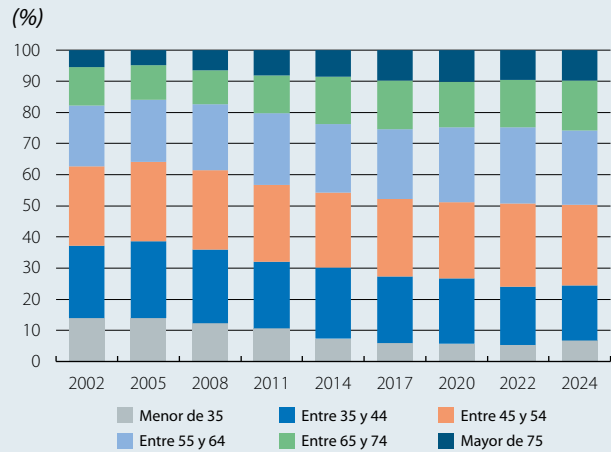
La vivienda, factor clave de la brecha

La principal causa de esta disparidad patrimonial es la dificultad de los jóvenes para acceder a la vivienda en propiedad, dada la importancia del ladrillo en la riqueza de los hogares en España. Esta importancia se refleja en el hecho de que los activos reales constituían, en 2024, el 77% del valor de los activos totales de los hogares españoles frente al 23% de activos financieros (80 a 20 en el caso de los hogares jóvenes). La proporción de hogares menores de 35 años propietarios de su vivienda habitual cayó del 66% en 2002 a un 32% en 2022. La EFF 2024 muestra que, por primera vez desde 2011, esta tasa repuntó ligeramente, hasta situarse en torno al 36% en 2024 para esta franja de edad.⁶ Pese a ello, sigue siendo un nivel muy bajo, lejos del 85% de los mayores de 64 años. Curiosamente, los hogares de entre 35 y 44 años, pertenecientes a la generación milenial, vieron reducirse su tasa de propiedad entre 2022 y 2024, del 62% al 56%, muy lejos del 78% registrado en 2002. No tener vivienda en propiedad –principal activo de la riqueza familiar– implica que los jóvenes acumulen mucho menos patrimonio. Por otro lado, como los activos financieros solo suponen una pequeña fracción de la riqueza total de los jóvenes (el valor mediano de los activos financieros de los menores de 35 años es de 6.000 euros y de 10.600 euros para la franja de entre 35 y 44 años), la

5. Si se toman como referencia años anteriores a la Gran Recesión, los datos aparecen distorsionados por la burbuja inmobiliaria. Por ello, la comparación se realiza respecto a una referencia de 10 años atrás.

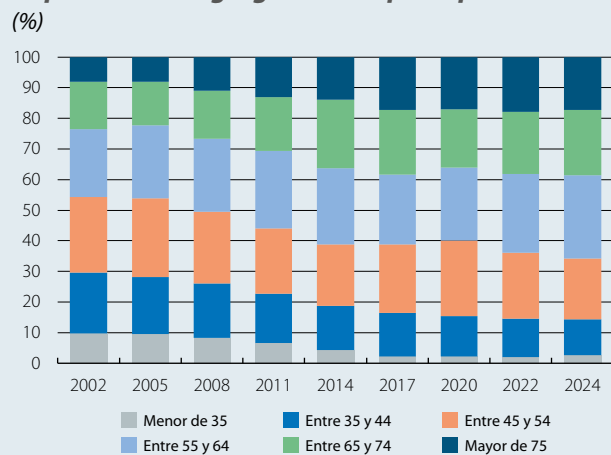
6. Un factor interesante para estudiar es el porcentaje de casos con ayudas de familiares. Según el Consejo Nacional de Notariado, en 2025 hubo 225.000 donaciones de padres a hijos, lo que supone una subida del 13% respecto al año previo.

Renta bruta agregada en España por edades



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

Riqueza bruta agregada en España por edades



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

tenencia de vivienda sigue siendo el factor determinante de la brecha generacional de riqueza. El porcentaje de hogares jóvenes que poseen productos como fondos de inversión o acciones es algo mayor que hace 20 años,⁷ pero el importe dedicado sigue siendo relativamente pequeño.

Hogares jóvenes: aumenta el porcentaje de hipotecados jóvenes y disminuye la carga financiera

La EFF constata que el desapalancamiento de las familias continuó en 2024. El porcentaje de hogares endeudados bajó hasta un 54% en 2024 (desde el 57% en 2022). El saldo mediano de la deuda hipotecaria de la vivienda principal en España disminuyó de 69.000 euros en 2022 a 64.000

7. Además, es la categoría de edad con el porcentaje de tenencia más alto de otros activos financieros, que incluye cripto. Un 28% de hogares jóvenes poseen algún tipo de otros activos financieros frente al 4% de 2022.

euros en 2024 (51.500 euros en 2002). En cambio, se observa una tendencia inversa para los jóvenes, dado que la deuda hipotecaria pasó de 75.000 euros en 2022 a 85.000 euros en 2024 (64.000 euros en 2022) de la mano del aumento del precio de la vivienda.

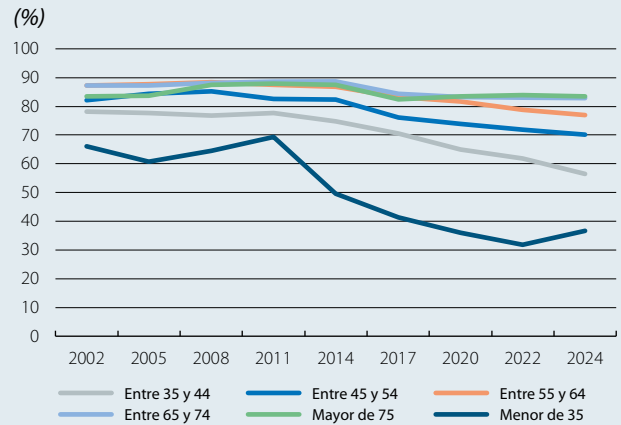
El porcentaje de hogares jóvenes con hipoteca arroja conclusiones similares a las que obteníamos mirando la proporción de propietarios. El 25% de hogares menores de 35 años tenía hipoteca en 2024 (20,6% en 2022), pero en 2002 representaba casi la mitad de los jóvenes. En cambio, el 28% de hogares jóvenes poseía préstamos al consumo, muy similar al dato de 2022, y un ligero aumento respecto a 2002 (23%).

Gracias a la reducción del endeudamiento y al aumento de la renta disponible, la carga financiera de los hogares endeudados (pagos de deuda entre renta bruta) ha bajado a niveles mínimos, pese al alza de los tipos de interés acometido por el BCE entre 2022 y 2024 para hacer frente al encarecimiento energético derivado de la guerra en Ucrania. La mediana de la carga financiera se ha situado en el 13,4% de la renta para los endeudados y la proporción de familias con cargas financieras elevadas (más del 40% de la renta) se redujo al 7,9% en 2024: ambos, mínimos de las últimas décadas. Esta fotografía positiva se observa también cuando nos centramos en los hogares jóvenes con algún tipo de deuda: la carga financiera de los hogares menores de 35 años se situaba en 2024 en el 12,2% (16,7% en 2002 y 13,2% en 2022) y solamente en torno a un 4% de los hogares jóvenes endeudados dedican más del 40% de su renta a pagar deudas.

En conclusión, la EFF 2024 confirma que la posición financiera de los hogares españoles ha mejorado en términos agregados: los ingresos han crecido con dinamismo, la riqueza continúa recuperándose, el endeudamiento se ha reducido y la carga financiera se sitúa en mínimos. Sin embargo, las desigualdades generacionales persisten. La brecha de riqueza entre los hogares jóvenes y los de mayor edad –fraguada en las últimas dos décadas en gran medida por la diferente capacidad de acceso a la vivienda– se mantiene prácticamente intacta en 2024. Mientras no se consolide un entorno que ofrezca más oportunidades a los jóvenes y un acceso más asequible a la vivienda, las nuevas generaciones seguirán lejos de converger en patrimonio con las precedentes, y España seguirá presentando marcadas brechas financieras intergeneracionales.

*Javier Garcia-Arenas,
Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster
y Léopold Jouvent*

España: hogares poseedores de la vivienda principal por franja de edad



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

Las cuentas públicas bajo los rayos X: la reducción del déficit este año será limitada y emergen importantes desafíos a medio plazo

A finales de abril, el Gobierno remitió a la Comisión Europea el *Informe de Progreso Anual (IPA)* de 2026, el documento que recoge el seguimiento del plan fiscal y estructural 2025-2028 comprometido con Bruselas. En este artículo analizamos el estado de las cuentas públicas basado en dicho informe.

El IPA prevé un mayor crecimiento nominal del PIB en 2026 que el estimado hace seis meses; ha pasado de un 4,3% previsto en noviembre al 5,3% actual. Esta previsión juega a favor del ajuste fiscal, ya que unos ingresos públicos que crecen con mayor intensidad en términos nominales facilitan la reducción del déficit, especialmente si, como ya pasó tras la guerra en Ucrania, el impacto de la inflación se traslada rápidamente a los ingresos, pero con mayor retraso a los gastos. La AIReF,¹ en contraposición, prevé que el crecimiento del PIB nominal sea algo más suave, del 4,8%.

El Gobierno aún confía en reducir el déficit este año al 2,1% del PIB

Según el IPA, el déficit público se reduciría del 2,4% del PIB en 2025 al 2,1% en 2026. Esta cifra incorpora un volumen relevante de gasto extraordinario: el Gobierno estima que las ayudas por las borrascas de febrero tendrán un coste fiscal de 4 décimas de PIB, si bien existe una elevada incertidumbre sobre su ejecución y calendario. Excluyendo este elemento no recurrente, el déficit de 2026 se situaría en torno al 1,7% del PIB, lo que supone una mejora notable frente al 2,1% previsto en otoño. El escenario fiscal actual también incluye las medidas energéticas para mitigar el impacto económico de la guerra de Oriente Próximo, con un coste en torno a 2,5 décimas de PIB.

Que la previsión de déficit no se revise al alza pese a estos gastos sobrevenidos se explica, en gran medida, por el buen cierre de 2025: el déficit, excluido el impacto por la DANA, fue del 2,2% del PIB, frente al 2,5% inicialmente previsto. Asimismo, el déficit de 2025 incorporó 2 décimas de gastos *one off* asociados a sentencias judiciales adversas, entre ellas la devolución del IRPF a los mutualistas. Otro factor que contribuye a evitar una revisión al alza es el mayor crecimiento de los ingresos tributarios, especialmente por IVA, derivados de una inflación más alta de lo que se anticipaba antes de la guerra.

Con todo, el escenario del IPA es más optimista que el de la AIReF, que estima un déficit del 2,6% del PIB en 2026 (o del 2,2% si se excluyen los gastos asociados a las borrascas). Esta diferencia se explica principalmente por el lado

1. Véase el *Informe de seguimiento 2026 del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028* de mayo de 2026.

Cuadro presupuestario del Informe de Progreso Anual

Elementos clave	% del PIB 2024	% del PIB 2025	% del PIB 2026 (p)
Ingresos públicos*	40,9	41,7	42,2
Impuestos indirectos (IVA...)	11,1	11,3	11,3
Impuestos directos	12,5	13,1	13,7
Impuestos de capital	0,4	0,4	0,3
Cotizaciones sociales	13,2	13,3	13,4
Otros ingresos**	3,7	3,6	3,5
Gasto público*	44,2	44,1	44,2
Remuneración de asalariados	10,8	10,8	10,5
Prestaciones sociales (no en especie)	16,9	17,0	17,1
Formación bruta de capital (nacional)	2,4	2,5	2,7
Gasto en intereses	2,4	2,4	2,5
Subvenciones	1,2	1,2	1,3
Saldo público	-3,2	-2,4	-2,1
Saldo público excl. DANA e inundaciones	-2,9	-2,2	-1,6
Saldo estructural	-3,0	-2,7	-1,9
Deuda pública	101,6	100,7	99,3

Notas: * Sin transferencias de la UE. ** Rentas netas de la propiedad.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Informe de Progreso Anual del Gobierno de España.

del gasto: la AIReF proyecta 3,5 décimas más en términos de PIB (1 décima por mayores remuneraciones de asalariados públicos y el resto por otros gastos no explicitados), así como 1,5 décimas menos de ingresos tributarios. En CaixaBank Research, preveemos un déficit del 2,3% del PIB, entre el IPA y la AIReF, estimación muy próxima al 2,4% de la Comisión Europea y coherente con un crecimiento del PIB nominal del 5,1%, también a medio camino entre las previsiones de estas instituciones.

El IPA prevé que el gasto público² se mantenga prácticamente estable, pasando del 44,1% del PIB en 2025 al 44,2% en 2026, aunque con cambios en su composición: el gasto en defensa aumentaría en 2 décimas, hasta el 1,2% del PIB;³ las transferencias sociales crecerían ligeramente por encima del PIB nominal, y las remuneraciones de asalariados claramente por debajo. El gasto en intereses repuntaría del 2,4% al 2,5% del PIB, lo que reflejaría un entorno de tipos algo más elevados.

En cuanto a los ingresos públicos, el IPA proyecta que aumenten su peso en el PIB en 5 décimas este año, hasta

2. Tanto el gasto como los ingresos excluyen las transferencias de la UE.

3. El uso de la metodología OTAN es distinto y lo sitúa ya en el 2,0% del PIB en 2025, pero es con un perímetro mayor que incluye, por ejemplo, las pensiones de los militares retirados.

alcanzar el 42,2% del PIB. Este incremento será menor que el de 2025, en parte debido a las reducciones fiscales implementadas en respuesta al *shock* energético. Aun así, el dinamismo continuaría siendo notable, especialmente en la imposición directa, cuya recaudación ganaría cerca de 6 décimas de PIB (+22.000 millones de euros), impulsada por la fortaleza del mercado laboral, el crecimiento de las ganancias de capital y diversas medidas tributarias, como la no deflactación del IRPF y la introducción de un tipo mínimo del 15% en el impuesto sobre sociedades para multinacionales. La recaudación por impuestos indirectos crecería de forma más moderada que la de los directos, de modo que su peso sobre el PIB se mantendría igual que en 2025.

Reglas fiscales europeas: cumplimiento hasta la fecha, pero desafíos a medio plazo

Las reglas fiscales europeas se centran en una regla de gasto. La regla de gasto fijó, hace dos años, una senda de crecimiento máximo del gasto primario computable (excluidos *one-offs*, por ejemplo, los gastos asociados a la DANA o a otras borrascas),⁴ neto de medidas de ingresos, coherente con una trayectoria descendente de la deuda pública. En el caso de España, se acordó que era necesario un ajuste anual del saldo estructural primario de al menos 0,42 p. p. La senda de crecimiento máximo del gasto se construyó a partir de las previsiones de crecimiento potencial y del deflactor elaboradas en 2024, así como del ajuste fiscal acordado para reducir el déficit y la deuda. Asimismo, es consistente con una reducción sostenida de la deuda pública, en torno a 1 p. p. del PIB al año en promedio en 2025-2031. La regla permite que el crecimiento del gasto computable supere la senda acordada, pero solo hasta un límite: hasta el 0,3% del PIB cada año y hasta el 0,6% del PIB en el acumulado desde 2024. Cabe destacar que la cuenta acumulada pasa a ser en la práctica la que se va a analizar para evaluar el cumplimiento de las reglas fiscales; la Comisión Europea ha aclarado que para los países que activen la cláusula de escape por gasto en defensa, como acaba de hacer España, se pasa a un seguimiento centrado en las desviaciones acumuladas no cubiertas por la propia cláusula.

El gasto computable neto creció un 4,8% interanual en 2025, por encima del 3,7% comprometido con la Comisión. Sin embargo, gracias a que en 2024 el crecimiento del gasto computable fue inferior a lo previsto, el crecimiento acumulado en 2024-2025 se situó en el 9,2%, exactamente en el porcentaje acordado. Así, España cumplió las reglas fiscales en 2025.

4. El gasto computable incluye el gasto público neto de los gastos en concepto de intereses, medidas discrecionales relativas a los ingresos, los gastos en programas de la UE compensados íntegramente con los ingresos procedentes de los fondos de la Unión, el gasto nacional en cofinanciación de programas financiados por la Unión, los elementos cíclicos del gasto en prestaciones de desempleo y las medidas puntuales y otras medidas de carácter temporal.

Reglas fiscales europeas: escenario AIReF

	2024	2025	2026	2027	2028
Tasa de crecimiento del gasto computable acumulada máxima acordada (%)	5,3	9,2	13,0	16,6	20,1
Tasa de crecimiento acumulada: datos 2024-2025 y prev. AIReF 2026-2028	4,1	9,2	15,7	21,9	27,1
Desviación de cuenta acumulada desde 2024 (mM€)	-7,5	0,0	16,8	33,0	43,6
Gasto en defensa (mM€)	14	19	21	26	29
Desviación acumulada sin el aumento en defensa respecto a 2024 (mM€)	-7,5	-4,2	9,9	21,4	28,7
Desviación acumulada (% del PIB) sin el aumento en defensa	-0,5	-0,2	0,6	1,2	1,5

Fuente: CaixaBank Research, a partir del Informe de Progreso Anual y de la AIReF.

Para 2026, el IPA prevé un crecimiento del gasto computable del 4,7% (incluyendo el gasto en defensa y restando las rebajas fiscales por el conflicto en Irán a través de las nuevas medidas de ingresos), por encima del 3,5% comprometido. No obstante, la AIReF aprecia riesgos de que sea más de 1 punto mayor. En términos acumulados en 2024-2026, y excluido el aumento del gasto en defensa desde 2024 tras la activación de la cláusula de escape, el crecimiento del gasto sería del 13,3%, ligeramente por encima del 13,0% acordado, pero dentro del límite de desviación tolerada del 0,6% del PIB. La AIReF coincide en que los límites se respetarán este año, aunque advierte que, a políticas constantes, se excedería el umbral en 6 décimas de PIB en 2027 y en 9 décimas en 2028, lo que obligaría a tomar medidas adicionales, ya sea mediante un aumento de los ingresos o una reducción del gasto.

Finalmente, la deuda pública seguiría descendiendo, desde el 100,7% del PIB en 2025 hasta el 99,3% en 2026, según el IPA. Esta evolución incorpora los desembolsos pendientes de préstamos NGEU del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, equivalentes al 0,4% del PIB en 2026, que limitan la velocidad de reducción de la deuda.

En suma, España avanza en la reducción del déficit y cumple con las reglas europeas, pero con márgenes estrechos y gracias al dinamismo macroeconómico. Sin embargo, la AIReF advierte de riesgos de incumplimiento a partir de 2027.⁵ Por ello, la credibilidad de la estrategia fiscal dependerá, a medio plazo, de la capacidad para realizar un ajuste estructural en un entorno con presiones crecientes sobre el gasto público, derivadas de la demografía y la defensa.

Javier García-Arenas

5. El Gobierno no ofrece previsiones del escenario fiscal más allá de 2026.

¿Qué exposiciones tienen los sectores de actividad de la economía española al shock de la guerra en Irán?

Tras un 2025 marcado por la incertidumbre en torno a la política comercial, el conflicto con Irán se perfila en 2026 como la principal fuente de riesgo para la economía global. Analizamos los canales de exposición de los distintos sectores de actividad de la economía española a este shock. Nos centramos en cuatro canales de transmisión: el encarecimiento de las energías fósiles, las tensiones sobre el comercio global, los riesgos directos de aprovisionamiento derivados del bloqueo del estrecho de Ormuz y el posible endurecimiento de las condiciones financieras.

Precios de las energías fósiles

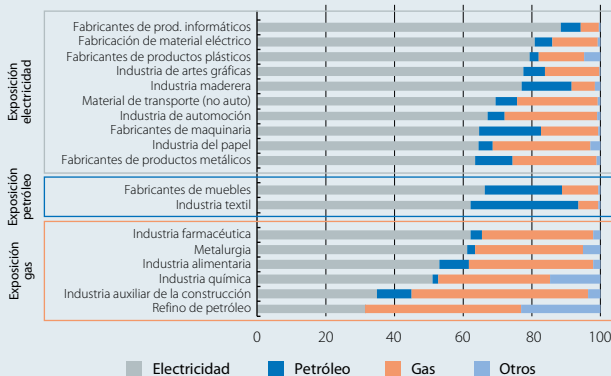
El canal más importante es el aumento del coste de los insumos energéticos fósiles, en particular del petróleo y el gas.

La exposición es muy heterogénea por ramas de actividad. Las manufacturas son el sector más vulnerable: combinan mayor intensidad energética con una elevada utilización de derivados del petróleo como insumos intermedios. Esto es especialmente relevante en sectores como el refino, plásticos y parte de la industria auxiliar de la construcción, donde la energía no solo constituye un coste operativo, sino también una materia prima.

A pesar de que en los últimos años la industria se ha electricificado y ha reducido parcialmente su exposición a los combustibles fósiles en su demanda de energía, existen actividades, como la industria química, que dependen directamente del petróleo o del gas como materia prima, o que requieren calor industrial de alta temperatura, por lo que siguen enfrentando un fuerte aumento de costes. Otras industrias, como la papelera, tienen un elevado peso del consumo energético sobre el valor añadido.

Consumos energéticos en la industria manufacturera según producto

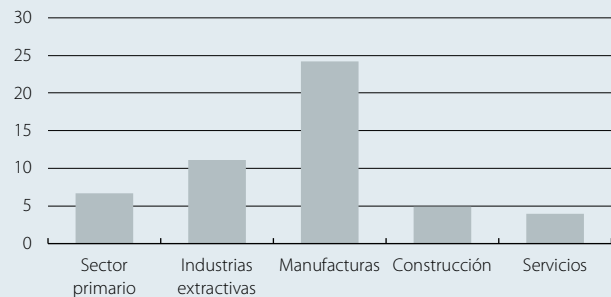
(% sobre el consumo energético total de cada industria)



Notas: Los datos provienen de la encuesta de productos energéticos del INE y miden el peso de los insumos energéticos, no de los insumos como materias primas. Los datos de VAB provienen de la contabilidad anual.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Peso de los insumos energéticos o derivados del petróleo

(% sobre el valor añadido bruto)



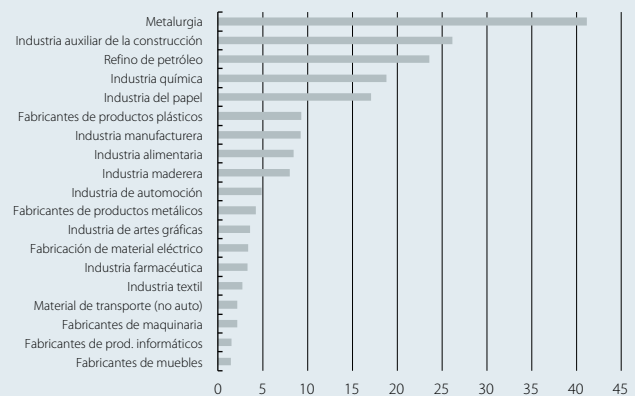
Notas: Los datos provienen de las tablas de origen-destino de 2023. Se consideran insumos energéticos o derivados del petróleo el coque y productos de refino de petróleo y la energía eléctrica, el gas, el vapor y el aire acondicionado. Estos insumos no son exclusivamente energéticos, ya que hay industrias (por ejemplo, la manufactura de plásticos) que utilizan derivados del petróleo como materia prima.

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

Aunque la construcción y el sector primario presentan una exposición directa menor a los insumos energéticos fósiles, siguen siendo sensibles a un shock de precios por la vía indirecta. En ambos casos, una parte relevante de sus costes procede de ramas proveedoras altamente intensivas en energía. En la construcción, la industria auxiliar es especialmente intensiva y sus insumos representaron el 18,8% del valor añadido del sector en 2023. En el sector agrario, la exposición indirecta se concentra en fertilizantes y otros productos químicos cuya producción depende de forma significativa del gas y de otros insumos energéticos; estos representaron el 10,0% del valor añadido del sector en 2023. En consecuencia, ambos sectores son vulnerables al pass through de mayores costes energéticos a través de sus cadenas de suministro.

Peso del consumo energético

(% sobre el valor añadido bruto)



Los servicios, en cambio, presentan una exposición agregada más limitada por su menor intensidad energética. La principal excepción es el transporte, donde el peso de los combustibles en la estructura de costes sigue siendo elevado. También podrían verse afectados algunos servicios vinculados al turismo, la distribución y la logística, en la medida en que absorban mayores costes de movilidad y aprovisionamiento.

Comercio global

La complejidad del entorno geopolítico introduce riesgos en el comercio global tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta. Por el lado de la demanda, un crecimiento global menos favorable y con impactos asimétricos entre mercados eleva la vulnerabilidad para los sectores con mayor dependencia exportadora. Por el lado de la oferta, aunque no se anticipa una disrupción generalizada de las cadenas globales de valor comparable a la observada tras la pandemia, determinadas cadenas podrían verse sometidas a tensiones.

La exposición a los mercados internacionales es particularmente elevada en las manufacturas. El sector importa el equivalente al 36,2% del valor de su oferta, mientras que las exportaciones representan el 27,7% de su demanda final. Dentro de la industria manufacturera, destacan por su mayor exposición al comercio global ramas como la farmacéutica, la maquinaria y los vehículos de motor, todas ellas integradas en cadenas de suministro complejas y de alcance internacional.

Los servicios presentan, en agregado, una menor exposición al comercio internacional, tanto en términos de oferta como de demanda. No obstante, existe una fuerte heterogeneidad, particularmente en términos de demanda. Los vinculados al turismo, como el transporte, mantienen una elevada dependencia de la demanda externa. Asimismo, algunos servicios de alta productividad muestran una clara orientación internacional: la programación y consultoría, por ejemplo, registra una dependencia exportadora del 28,9%, mientras que los servicios profesionales, científicos y técnicos presentan una exposición del 16,4%, inferior pero todavía relevante.

Esta dimensión es relevante porque los sectores más productivos tienden a ser también los más internacionalizados. Por ello, una desaceleración del comercio global o una fragmentación más intensa de las cadenas de valor no solo afectaría al crecimiento por la vía de menores exportaciones, sino que también podría tener implicaciones sobre la productividad.

Importaciones afectadas por el cierre del estrecho de Ormuz

En términos agregados, la exposición directa de la economía española a la región es limitada: apenas el 1,6% del total de las importaciones españolas procede de países afectados por el cierre del estrecho de Ormuz. No obstante,

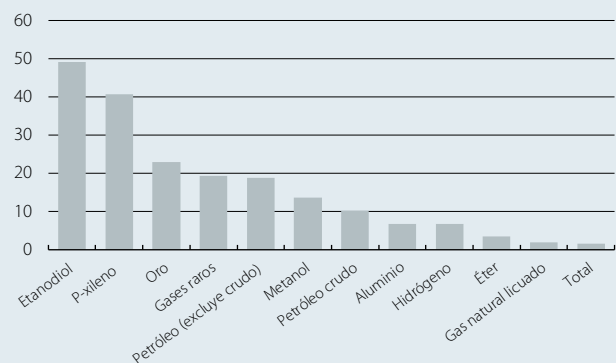
Exposición sectorial al comercio global (%)

	Importaciones/oferta	Exportaciones/demanda
Sector primario	21,9	20,2
Construcción	0,1	0,5
Servicios	3,3	10,7
Manufacturas	36,2	27,7
Industria alimenticia	18,3	20,0
Industria textil	61,7	37,2
Industria maderera	19,5	15,1
Industria del papel	23,6	19,8
Industria química	44,0	32,6
Industria farmacéutica	55,2	42,9
Caucho y plásticos	30,7	22,3
Metalurgia y productos metálicos	34,2	25,5
Productos metálicos, excepto maquinaria y equipo	21,4	20,4
Productos informáticos, electrónicos y ópticos	82,1	16,6
Equipo eléctrico	51,4	27,6
Maquinaria y equipo n.c.o.p.	51,9	34,4
Vehículos de motor, remolques y semirremolques	40,2	40,8
Otro material de transporte	45,2	42,7
Muebles, otros	47,4	17,9

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

Importaciones clave provenientes de Oriente Próximo

Dependencia importadora (%)



Nota: Las importaciones de Oriente Próximo incluyen Irán, Irak, Arabia Saudí, Catar, Baréin, Kuwait y Omán.

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

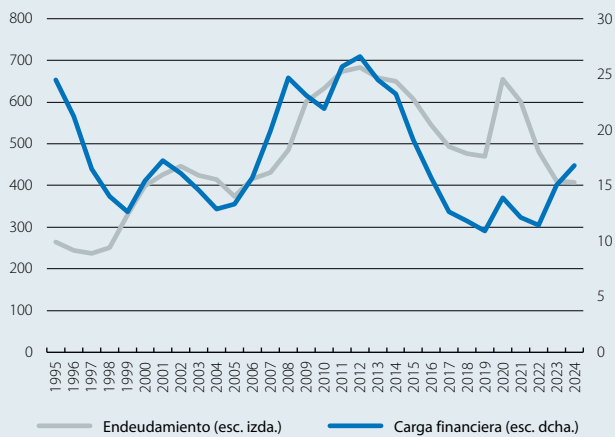
esta exposición se concentra en productos energéticos y en determinados insumos químicos, lo que podría traducirse en disrupciones a nivel sectorial.

La dependencia energética es moderada. En 2025, el 10,1% del petróleo crudo y el 18,9% de los productos refinados importados por España procedieron de países del Golfo. En el caso del gas natural licuado, la exposición fue mucho menor, en torno al 2%. En conjunto, estos tres productos concentraron el 67,8% de las importaciones españolas desde la región.

Más allá de la energía, existen materiales intermedios con una dependencia relativa mucho más elevada. Es el caso del etanodiol, el p-xileno y determinados gases raros, cuyas cuotas de importación desde Oriente Próximo superan el

Ratios de posición financiera

(% sobre el resultado de explotación bruto + ingresos financieros)



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

40% en algunos casos. Son insumos relevantes para la industria química y de plásticos. Aunque la dependencia en estos materiales es elevada, el valor absoluto de estas importaciones es muy bajo. Por tanto, la clave para el nivel de disrupción en determinadas cadenas de valor industriales es la sustituibilidad, particularmente a corto plazo.

Los sectores más expuestos a este riesgo son, por tanto, el refino de petróleo, la industria química y, de forma indirecta, las manufacturas intensivas en derivados petroquímicos. De cara a 2026, este riesgo subraya la importancia estratégica de diversificar geográficamente los proveedores, reforzar los inventarios críticos y acelerar el desarrollo de alternativas tecnológicas que reduzcan la dependencia de insumos importados desde regiones geopolíticamente vulnerables.

Aumento del coste de financiación

El *shock* energético ha supuesto un aumento de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales y ha provocado el alza de los tipos de interés de mercado (por ejemplo, el euríbor a 12 meses ha pasado del 2,2% a finales de febrero al 2,8% en las últimas semanas). Este aumento de los costes de financiación puede tener un impacto heterogéneo entre sectores.

La construcción, las actividades inmobiliarias y el transporte y la logística son sectores intensivos en capital y, tradicionalmente, han presentado ratios de apalancamiento superiores a las del conjunto de la economía. En consecuencia,

Ratios de posición financiera

Año 2024	Endeudamiento histórico (1995-2004)	Carga financiera histórica (1995-2024)	Endeudamiento	Carga financiera
Act. profesionales	1.069,6	40,7	817,2	31,7
Actividad inmobiliaria	917,6	28,3	591,6	20,0
Construcción	1.070,8	35,4	516,8	22,3
Transporte y logística	528,0	18,3	413,2	13,2
Total economía	472,7	17,4	407,1	16,8
Suministro de agua y residuos	395,2	15,1	401,9	15,4
Act. administrativas	383,6	14,2	394,8	14,9
Suministro de energía	427,6	15,1	274,3	9,3
Hostelería	289,3	16,1	272,7	11,7
Industria extractiva	619,1	23,6	264,1	10,4
Sector primario	521,2	20,0	262,8	9,3
Industria manufacturera	287,5	11,9	225,2	11,6
Ocio y entretenimiento	414,5	18,8	218,6	8,7
Información	204,6	8,8	205,5	11,1
Act. sanitarias	275,1	12,8	176,1	9,6
Educación	273,1	12,8	172,3	6,7
Comercio	277,1	12,3	171,2	8,5
Sector financiero	-	-	-	-
Sector público	-	-	-	-

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

han mostrado históricamente una mayor sensibilidad a los tipos de interés. Sin embargo, el desapalancamiento acumulado en los últimos años debería amortiguar el impacto de un nuevo ciclo de subidas.

La industria manufacturera, pese a su intensidad de capital, presenta niveles de apalancamiento más moderados, lo que limitaría el impacto directo del encarecimiento de la financiación. Por su parte, la mayoría de las ramas de servicios mantienen ratios de endeudamiento reducidos. Destaca la hostelería, que, tras el fuerte aumento de deuda durante la pandemia, ha logrado situar su apalancamiento por debajo de su promedio histórico.

En definitiva, la economía española afronta el *shock* de la guerra en Irán desde una posición de fortaleza transversal. A pesar de ello, la exposición de los sectores de actividad a estos canales de transmisión es heterogénea. Las manufacturas combinan mayor dependencia energética y exposición al comercio global y la construcción es sensible, además de a los precios de la energía, a los costes de financiación. Preveamos que los servicios muestren una mayor resiliencia, aunque con excepciones relevantes en transporte y logística, más expuestos al encarecimiento de los combustibles y a una potencial desaceleración de la demanda externa. En conjunto, el impacto agregado debería ser contenido, pero con riesgos sectoriales significativos allí donde confluyen intensidad energética, baja sustituibilidad de insumos, orientación exterior y mayor apalancamiento.

David Cesar Heymann

Escenario macroeconómico para España: resiliencia en tiempos de incertidumbre

El escenario macroeconómico vuelve a estar condicionado por un conflicto geopolítico. La crisis entre EE. UU. e Irán, iniciada hace más de tres meses, se mantiene bajo una frágil tregua. Sin embargo, el estrecho de Ormuz continúa cerrado, lo que constituye, por ahora, la derivada más perjudicial para la economía mundial. España afronta este episodio desde una posición de fortaleza, pero el encarecimiento de la energía y el deterioro del entorno internacional restarán dinamismo a la actividad y elevarán la inflación. Por ello, revisamos el crecimiento del PIB hasta el 2,1% en 2026 y el 1,8% en 2027, frente al 2,4% y el 2,0% previstos anteriormente. La revisión es moderada y no altera el diagnóstico de una economía que crece con dinamismo.

Un punto de partida sólido

La economía llegó al estallido del conflicto con una inercia positiva. En el 1T 2026, el PIB avanzó un 0,6% intertrimestral, 1 décima más de lo previsto, y la composición fue favorable: el consumo privado siguió siendo el principal motor de crecimiento, las exportaciones de servicios mantuvieron un buen tono y la inversión consolidó las ganancias de los trimestres anteriores.

La nota menos positiva volvió a proceder de las exportaciones de bienes. Su debilidad encaja con un contexto marcado por el giro proteccionista de EE. UU. y las disrupciones asociadas al conflicto en Oriente Próximo. Aun así, el balance del trimestre fue positivo: la economía siguió creciendo a un ritmo elevado y con apoyos diversificados.

Los primeros indicadores del 2T apuntan a una moderación, no a un cambio de tendencia. El empleo continúa avanzando con fuerza y el consumo mantiene una evolución positiva, aunque más contenida. En cambio, algunos indicadores cualitativos, como el PMI de servicios, muestran señales de deterioro de la actividad y de la confianza. En conjunto, esperamos que la economía siga creciendo, aunque a un ritmo inferior al observado a comienzos de año.

Los supuestos del nuevo escenario

El escenario supone que el conflicto se irá reconduciendo de forma gradual en los próximos meses. Esta hipótesis es coherente con lo que descuentan los mercados de futuros de energía: precios elevados a corto plazo, pero con una moderación progresiva. Ello no excluye episodios puntuales de tensión, pero sí presupone que serán muy acotados en el tiempo.

El conflicto afecta a la economía española por tres vías principales.¹ La primera es la inflación, sobre todo por el encarecimiento del petróleo y del gas. La segunda es la demanda externa, por el menor crecimiento de los socios comerciales y por la disrupción de algunos flujos comercia-

les. La tercera vía son las condiciones macrofinancieras, a través de una mayor incertidumbre y del previsible endurecimiento de la política monetaria. A estos canales se suman amortiguadores como las medidas fiscales de apoyo, el ahorro de los hogares y el turismo.

El canal energético es el más relevante. El escenario incorpora un precio medio del petróleo de 90 dólares por barril en 2026 y una moderación hasta el entorno de los 79 dólares en 2027, todavía alrededor de un 20% por encima de lo previsto antes del conflicto. En el caso del gas natural, los supuestos también se revisan al alza: cerca de 43 euros/MWh en 2026 y 37 euros/MWh en 2027, alrededor de un 40% por encima de las previsiones previas.²

El impacto por la vía exterior debería ser más contenido. La previsión de crecimiento de la eurozona se rebaja del 1,3% al 0,7%, aunque 2 décimas responden a un punto de partida más débil tras el dato del PIB del 1T. Además, la exposición comercial directa de España en exportaciones de bienes a la región del golfo Pérsico es reducida, de apenas un 0,5% del PIB. El escenario asume una pérdida del 10% de estos flujos, que, junto con la revisión del entorno internacional, restaría alrededor de 1 décima al crecimiento.³

Por el lado de las condiciones macrofinancieras, la incertidumbre repuntó en marzo, según el índice del Banco de España, pero el aumento fue moderado y se corrigió en abril. En cuanto a los tipos de interés, los mercados han estado anticipando estas últimas semanas que el BCE podría subir los tipos de referencia entre dos y tres veces este año, hasta situar el tipo *depo* en el 2,5%-2,75% a finales de 2026; de hecho, en algunos momentos se ha llegado incluso a descontar una cuarta subida. En cualquier caso, el impacto de unos mayores tipos de interés será más visible en 2027 que en 2026.

Los amortiguadores del shock

El escenario incorpora varios factores de apoyo. El primero es la política fiscal. Las medidas anunciadas en marzo tenían un impacto estimado de 0,3 p. p. sobre el crecimiento, aunque la expiración anticipada de algunas de ellas reduce el efecto esperado hasta cerca de 0,2 p. p.⁴ Con todo, si las presiones sobre los carburantes persistieran, algunas medidas podrían prolongarse.

El segundo amortiguador es el ahorro de los hogares. La tasa de ahorro se sitúa en el 12,0% de la renta disponible bruta, claramente por encima de su promedio histórico, cer-

1. Véase para una discusión más en detalle, el artículo [«La crisis en Irán: cuánto puede afectar a la economía española»](#) en el IM04/2026.

2. Véase el artículo [«Los nuevos \(des\)equilibrios del mercado del petróleo»](#) en este mismo informe para más detalle acerca de la previsión del petróleo.

3. Véase el artículo mencionado en la nota 1 al pie para más detalles acerca de la plausibilidad del supuesto del 10%.

4. La rebaja del IVA y de algunos impuestos especiales sobre la electricidad y el gas se prevé que decaigan a finales de marzo.

cano al 8,5%. Este colchón financiero puede suavizar el impacto de la inflación sobre el consumo. La experiencia de 2022 es ilustrativa: el aumento de precios derivado de la guerra entre Rusia y Ucrania fue absorbido en su totalidad por una reducción del ahorro, lo que permitió que el consumo real siguiera creciendo. En esta ocasión, suponemos que los consumidores dispondrán de mayor margen de manobra y podrán ajustar, en cierta medida, sus decisiones de gasto de tal modo que el ahorro absorberá la mitad del aumento del coste de consumo.

El tercer factor es el turismo. La situación en Oriente Próximo puede redirigir parte de los flujos turísticos internacionales hacia destinos alternativos, entre ellos España, una dinámica ya vista en el mes de marzo.⁵ Este impulso podría verse limitado por disrupciones en vuelos internacionales o por la pérdida de poder adquisitivo en los mercados emisores, pero, con la información disponible, prevemos que domine el primer efecto.

Crecimiento: menor, pero todavía dinámico

En 2026, la economía española mantendrá buena parte de las características que marcaron el año 2025. La demanda interna seguirá siendo el principal soporte, apoyada en el consumo y la inversión, mientras que las exportaciones de servicios –turísticas y no turísticas–continuarán mostrando un buen comportamiento. En cambio, las exportaciones de bienes tendrán un papel más discreto, en un contexto de debilidad del comercio global y de tensiones en Oriente Próximo. Además, el avance de las importaciones necesario para atender la demanda interna hará que la demanda externa reste crecimiento.

El consumo privado seguirá respaldado por el crecimiento demográfico, impulsado por la inmigración, y por la fortaleza del empleo. La inversión continuará beneficiándose del despliegue de los fondos europeos NGEU. Dado que 2026 es el último año de vigencia del programa, el escenario contempla la ejecución íntegra de los fondos antes de la fecha límite.

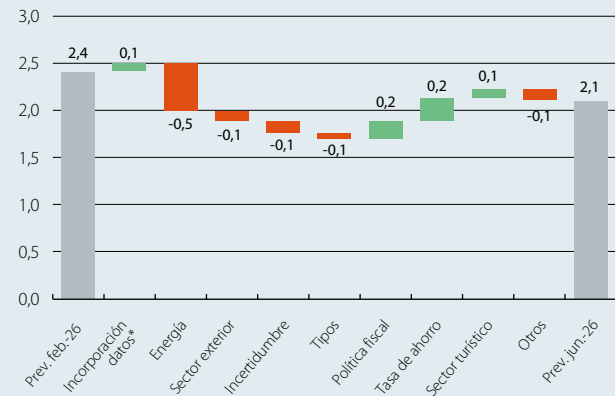
La revisión del PIB para 2026 refleja el balance entre los canales negativos del conflicto y los factores de apoyo (véase el gráfico). El encarecimiento de la energía es, con diferencia, el principal lastre. A él se suman el deterioro del sector exterior, el aumento de la incertidumbre y el impacto de unos tipos de interés más elevados. En sentido contrario, la política fiscal, el uso parcial del ahorro y las mejores perspectivas turísticas limitan el ajuste.

En conjunto, la previsión de crecimiento del PIB se revisa 0,3 p. p. a la baja en 2026, hasta el 2,1%, y 0,2 p. p. en 2027, hasta el 1,8%. La revisión de 2027 se explica casi en su totalidad por el impacto de los mayores tipos de interés. Pese a ello, la economía seguiría creciendo cerca del 2% anual en promedio.

El impacto más visible del conflicto se producirá en los precios. La previsión de inflación para 2026 se revisa del 2,4% al

5. Véase el artículo «¿Qué nos dicen los datos de alta frecuencia sobre el turismo internacional en España después del estallido de la guerra en Irán?» en el IM05/2026.

España: revisión del crecimiento del PIB en 2026
Variación (% y p. p.)



Nota: * Incluye el impacto mecánico fruto de la incorporación de la revisión del dato de PIB del 4T 2025 y del dato del 1T 2026.
Fuente: CaixaBank Research.

3,5%, principalmente por el aumento del petróleo y del gas. La estimación incorpora también el efecto de las rebajas temporales del IVA y de otros impuestos especiales sobre carburantes, gas y electricidad, que moderan parcialmente el impacto sobre el IPC.

En 2027, la inflación se situaría en el 2,7%, frente al 2,2% previsto anteriormente. Ese año aflorarían con mayor claridad los efectos indirectos del encarecimiento energético, a medida que los productores trasladen parte del aumento de los costes energéticos a otros bienes y servicios. Las partidas de los bienes industriales y los alimentos serían las más afectadas. En estos últimos, además, podría influir la menor oferta global de fertilizantes, especialmente de urea, procedente del golfo Pérsico.

El escenario no contempla efectos de segunda ronda de calado. La naturaleza temporal del shock, la ausencia de presiones inflacionistas de base intensas y la actuación prevista del BCE deberían evitar una aceleración sustancial de los salarios.

Riesgos: una incertidumbre superior a la habitual

La incertidumbre es elevada y los riesgos están sesgados a la baja. El principal factor será la duración del bloqueo del estrecho de Ormuz. Si se prolongara varios meses, las implicaciones serían sustanciales: mayor inflación, mayor deterioro de la demanda externa y un posible impacto negativo sobre el turismo. Además, en ese contexto, el BCE podría verse obligado a subir más los tipos y la confianza de hogares y empresas se resentiría con mayor intensidad.

También existen riesgos al alza. Si el bloqueo se levantara en las próximas semanas, los precios energéticos podrían moderarse con mayor celeridad y la confianza recuperarse antes de lo previsto, favoreciendo un comportamiento más positivo de la actividad. Asimismo, el apoyo fiscal podría ser superior al contemplado en el escenario y la tasa de ahorro de los hogares podría absorber una parte mayor del shock sobre el consumo.

Oriol Carreras Baqué

España: las claves del crecimiento regional en 2026

La nueva previsión de crecimiento del PIB por comunidades autónomas en 2026 dibuja un panorama heterogéneo: las regiones del arco mediterráneo y los archipiélagos crecerán con mayor vigor, mientras que la cornisa cantábrica y buena parte del interior registrarán ritmos más modestos.

La heterogeneidad se explica por una combinación de diferencias estructurales y demográficas, así como por una exposición desigual a los *shocks* externos. En las comunidades con mayor peso de la demanda interna, el empuje del consumo y los servicios –reforzado además por un fuerte dinamismo demográfico– permite mantener tasas de crecimiento superiores a la media. Por el contrario, las regiones con una mayor especialización en industrias intensivas en energía y más expuestas al exterior avanzarán a menor ritmo, lastradas por el aumento de los costes productivos y la debilidad de la demanda externa.

El crecimiento de la población, impulsado principalmente por la inmigración, se ha convertido en un pilar relevante del ciclo económico. Por un lado, refuerza la demanda interna al elevar el consumo y acelerar la creación de hogares; por otro, amplía la oferta de trabajo, aumentando la fuerza laboral y sosteniendo el dinamismo del empleo. Esta doble palanca contribuye a explicar el mayor vigor de la actividad allí donde el impulso demográfico es más intenso y actúa, en conjunto, como un amortiguador frente a un entorno externo más adverso.

Por otra parte, la incertidumbre geopolítica refuerza el atractivo de España como destino turístico refugio, rediri-

giendo parte de los flujos de viajeros internacionales hacia el país. Este contexto otorga un mayor protagonismo al sector turístico como motor del crecimiento regional e impulsa especialmente a las comunidades insulares y mediterráneas, ya muy dinámicas en turismo, así como a las regiones de la llamada «España verde», que ganan visitantes nacionales como alternativa vacacional.

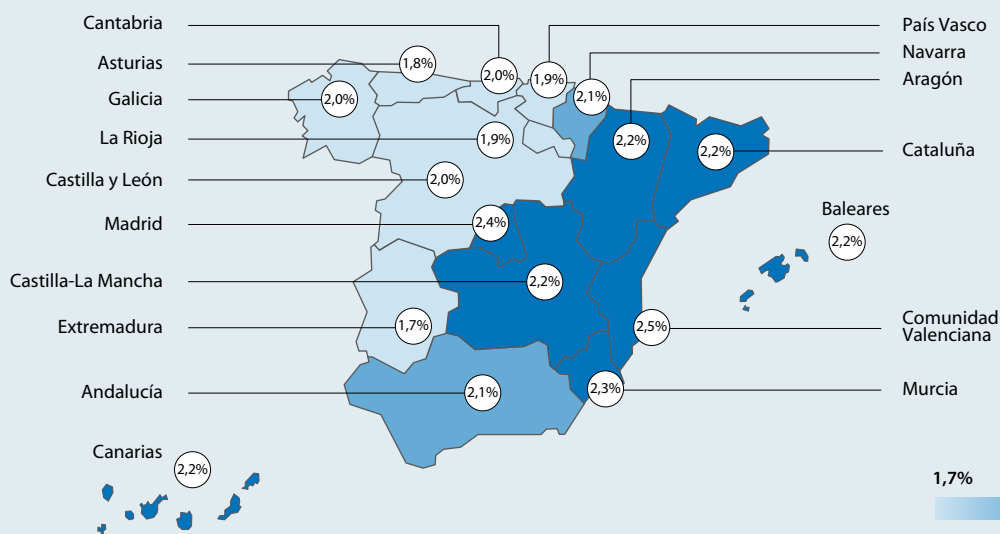
En cambio, el *shock* energético derivado del conflicto en Oriente Próximo golpea con mayor intensidad a las regiones de perfil manufacturero. Las regiones industriales del norte, con una elevada especialización en semimanufacturas y bienes de equipo, afrontan una escalada de costes en sectores como la siderurgia o la química. A su vez, la debilidad de la economía europea y las tensiones comerciales afectan especialmente a los territorios con una mayor exposición a mercados y productos sujetos a incrementos arancelarios.

Con todo, la economía española cuenta con amortiguadores relevantes. La ejecución final de los fondos europeos Next Generation EU en 2026 seguirá actuando como una palanca clave de inversión en distintos territorios. También surgen nuevos vectores de impulso: por ejemplo, el aumento del gasto en defensa podría sumar estímulo en regiones con un tejido industrial militar y tecnológico.

En definitiva, cada comunidad afronta el *shock* con fortalezas y vulnerabilidades propias, pero, en conjunto, la resiliencia del mercado interno español prevalece como soporte clave del crecimiento autonómico de 2026.

Nuria Bustamante

España: previsión del crecimiento del PIB en 2026



Fuente: CaixaBank Research.

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	03/26	04/26	05/26
Industria									
Índice de producción industrial	0,4	1,3	1,4	2,4	1,8	0,4	1,9	2,0	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-4,9	-4,8	-5,3	-5,0	-3,9	-3,2	-4,4	-5,0	-4,2
PMI de manufacturas (valor)	52,2	50,9	50,0	52,6	51,1	49,3	48,7	51,7	51,2
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	16,7	8,8	14,8	7,9	8,8	...	...	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	9,7	11,5	22,9	18,8	11,5	5,6	5,6	...	...
Precio de la vivienda	8,4	12,7	12,7	12,8	12,9	...	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	6,3	4,3	3,2	2,7	2,7	2,3	...
PMI de servicios (valor)	55,3	54,5	52,2	54,2	56,4	52,9	53,3	47,9	50,1
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	1,7	4,3	5,2	4,4	4,1	3,4	4,1	0,8	...
Matriculaciones de automóviles	7,2	12,9	13,7	16,9	8,0	7,6	11,7	8,4	-0,8
Indicador de sentimiento económico (valor)	103,1	103,1	102,3	102,8	104,3	105,1	103,5	102,6	102,5
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	2,2	2,6	2,7	2,6	2,8	2,4	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	11,3	10,5	10,3	10,5	9,9	10,8	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social ³	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,3	2,5	2,4	2,5
PIB	3,5	2,8	2,9	2,7	2,6	2,7	...	...	...

Precios

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
General	2,8	2,7	2,2	2,8	3,0	2,7	3,5	3,2	3,2
Subyacente	2,9	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9	2,8	2,9

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	03/26	04/26	05/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,2	0,7	2,0	0,8	0,7	0,2	0,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,1	4,6	4,6	1,7	1,7	...	...
Saldo corriente	50,7	49,4	48,5	48,2	49,4	50,9	50,9	...	...
Bienes y servicios	66,3	64,5	64,0	62,5	64,5	69,5	69,5	...	...
Rentas primarias y secundarias	-15,7	-15,1	-15,5	-14,3	-15,1	-18,7	-18,7	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	68,7	66,6	67,5	66,6	66,6	67,8	67,8	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	5,1	4,8	3,9	4,9	4,8	5,5	5,5	5,5	...
A la vista y preaviso	2,0	6,7	5,0	7,2	6,7	7,1	7,1	6,2	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	23,5	-4,7	-1,5	-6,6	-4,7	-2,2	-2,2	2,1	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	23,1	4,9	25,5	7,2	4,9	5,0	5,0	8,7	...
TOTAL	6,3	4,8	5,4	5,1	4,8	5,5	5,5	5,8	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	3,5	2,6	2,8	3,5	3,8	3,8	2,9	...
Empresas no financieras	0,4	2,9	2,5	2,3	2,9	3,7	3,7	3,7	...
Hogares - viviendas	0,3	3,5	2,3	2,9	3,5	3,7	3,7	3,7	...
Hogares - otras finalidades	2,3	4,5	3,5	3,7	4,6	4,3	4,3	-1,3	...
Administraciones públicas	-2,6	10,7	5,3	12,9	10,7	8,1	8,1	9,9	...
TOTAL	0,5	3,9	2,7	3,4	3,9	4,1	4,1	3,4	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,3	2,7	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	...	...

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.

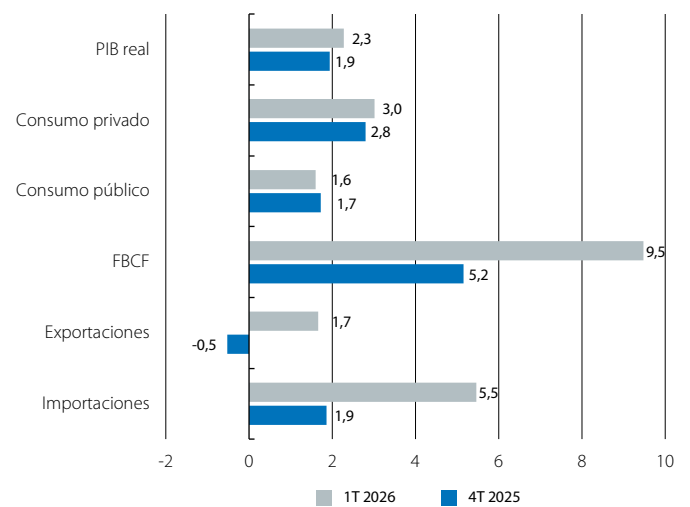
La inversión y el consumo privado siguen apoyando la actividad portuguesa

Estancamiento del PIB en el 1T. El PIB se estancó en el 1T 2026, en términos intertrimestrales, mientras que en términos interanuales registró un crecimiento del 2,3%. Este desempeño resulta de la mejora de la contribución de la demanda interna y de una contribución más negativa de la demanda externa. En concreto, la demanda interna contribuyó +4,1 p. p. al crecimiento interanual (vs. +3,1 p. p. en el 4T), apoyada por la aceleración de la formación bruta de capital fijo (+9,5% interanual en el 1T). La demanda externa destacó la aceleración de las importaciones (+5,5% interanual vs. 1,9% anterior), asociada al elevado contenido importador de la inversión. Los indicadores disponibles sugieren que en el 2T la actividad se mantendrá moderada pero en expansión. El indicador de confianza económica de la Comisión Europea se situó en 101 puntos en abril y mayo (vs. 103,7 puntos en el 1T), por encima de su promedio histórico de 100 puntos. En este contexto, revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2026, del 2,1% al 1,8%. Pese al entorno externo adverso, factores internos limitarán el impacto desfavorable del conflicto en Oriente Próximo. Aunque la demanda externa seguirá debilitada por el bajo crecimiento de los principales socios comerciales, la demanda interna sostendrá el crecimiento, tanto a través de la inversión como del consumo, apoyados por una inversión pública aún robusta, con la entrada en el último año del PRR, y por el dinamismo del mercado laboral.

La inflación se enquista en mayo por encima del 3%. La estimación rápida del INE muestra que en mayo la inflación se mantuvo sin cambios respecto a abril (general: 3,3% y subyacente: 2,2%), impulsada por el encarecimiento de la energía (+13,2% interanual) y de los alimentos no elaborados (+5,7%). Ante la prolongación del conflicto en Oriente Próximo, la elevada incertidumbre y la persistencia de los precios del petróleo y del gas natural en niveles elevados, revisamos al alza la previsión de inflación para 2026, hasta el 2,9%, 0,8 p. p. más de la previsión anterior.

El empleo y el turismo mantienen ritmos de crecimiento todavía notables. El empleo en abril mantiene su buen tono, con un crecimiento del 2,3% interanual, y alcanza un nuevo máximo histórico de 5.344.700 ocupados. Al mismo tiempo, la tasa de paro cayó hasta el 5,7% (-0,5 p. p. en comparación con el mismo mes del año anterior). Por su parte, la balanza por cuenta corriente registró un déficit de 616 millones de euros hasta marzo, 809 millones menos respecto al mismo periodo del año anterior, que se explica por el empeoramiento del saldo de la balanza de bienes en 779 millones de euros, asociado al crecimiento de las importaciones de bienes no energéticos. El saldo de la balanza de servicios también se redujo (-202 millones de euros, -3,0% interanual), debido a la disminución del superávit de la balanza de servicios no turísticos. La balanza turística vio aumentar su superávit en 140 millones de euros (+3,5% interanual), un crecimiento que debería mantenerse en los próximos meses, dado el crecimiento continuado de las pernoctaciones totales y los ingresos turísticos.

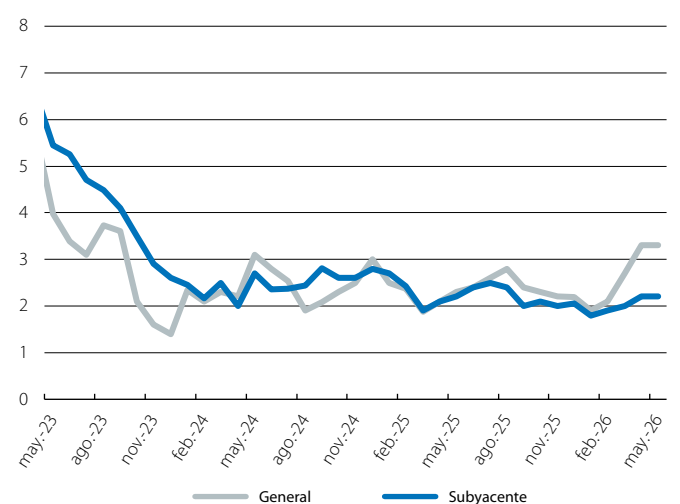
Portugal: PIB (%)



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

Portugal: IPC

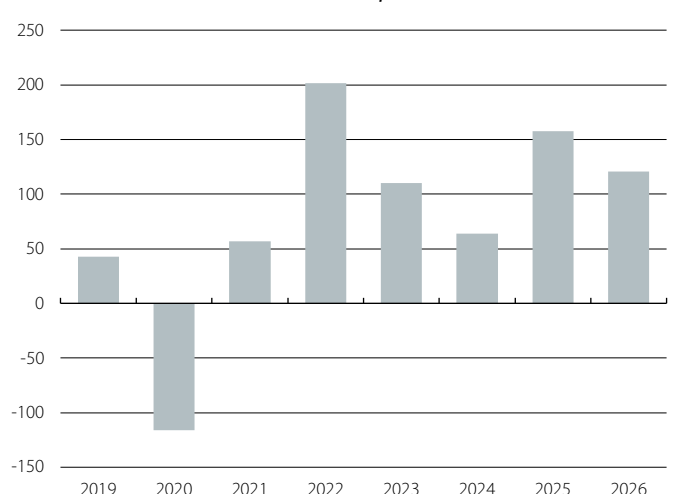
Variación interanual (%)



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

Portugal: empleo

Variación interanual en abril (miles de personas)



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	02/26	03/26	04/26
Índice coincidente de actividad	2,0	2,0	1,8	2,0	2,3	2,2	2,2	2,0	1,8
Industria									
Índice de producción industrial	0,8	0,7	1,4	3,3	0,6	0,3	-4,0	4,1	0,0
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,2	-4,0	-4,7	-3,2	-2,9	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,5	20,9	20,4	9,0	16,2	-4,7	-8,6	12,4	...
Compraventa de viviendas	14,5	15,5	15,5	3,8	-4,7	...	...	...	...
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	8,5	17,4	17,4	18,2	18,4	17,5	17,2	16,5	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	4,1	2,6	1,9	2,2	1,7	2,2	1,8
Indicador de confianza en los servicios (valor)	5,5	10,1	7,2	11,6	7,7	6,0	6,1	6,7	7,9
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,3	5,3	4,8	5,8	5,3	4,3	2,7	6,0	4,9
Indicador coincidente del consumo privado	2,8	3,4	3,5	3,1	3,2	3,0	3,0	2,7	2,2
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-17,9	-16,2	-15,2	-16,2	-15,3	-18,7	-23,9
Mercado de trabajo									
Población ocupada	1,2	3,2	2,9	3,7	3,7	2,3	2,2	2,6	2,3
Tasa de paro (% de la población activa)	6,4	6,0	5,9	5,8	5,8	6,1	5,8	5,8	5,7
PIB	2,2	1,9	1,7	2,2	1,9	2,3	...	...	...

Precios

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
General	2,4	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	2,1	2,7	3,3
Subyacente	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	2,0	2,2

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	02/26	03/26	04/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	0,6	4,2	2,0	0,6	-3,0	-3,9	-3,0	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	4,1	7,0	6,7	4,1	3,0	2,8	3,0	...
Saldo corriente	6,5	3,8	3,5	3,0	3,8	3,0	2,8	3,0	...
Bienes y servicios	6,4	3,7	4,0	3,5	3,7	2,8	2,9	2,8	...
Rentas primarias y secundarias	0,1	0,1	-0,5	-0,5	0,1	0,2	-0,1	0,2	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	9,6	8,3	6,9	7,0	8,3	7,3	7,4	7,3	...

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	02/26	03/26	04/26
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	5,4	5,4	6,3	5,4	6,4	5,1	6,4	6,9
A la vista y ahorro	-0,3	8,1	5,1	8,6	8,1	7,9	8,0	7,9	7,4
A plazo y preaviso	15,3	3,1	5,8	4,3	3,1	5,1	2,6	5,1	6,5
Depósitos de AA. PP.	26,7	28,7	39,6	-0,5	28,7	20,4	29,2	20,4	15,2
TOTAL	7,9	6,0	6,4	6,1	6,0	6,9	5,9	6,9	7,2
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	1,9	6,6	4,9	5,8	6,6	7,7	6,8	7,7	8,0
Empresas no financieras	-1,0	2,6	2,0	2,2	2,6	4,3	2,7	4,3	4,9
Hogares - viviendas	3,0	9,3	6,4	8,0	9,3	9,9	9,6	9,9	10,1
Hogares - otras finalidades	5,4	7,0	6,6	6,9	7,0	8,4	7,2	8,4	8,3
Administraciones públicas	0,6	6,4	3,8	4,8	6,4	3,2	4,9	3,2	2,7
TOTAL	1,9	6,6	4,8	5,7	6,6	7,5	6,7	7,5	7,8
Tasa de morosidad (%)²	2,4	2,1	2,3	2,3	2,1	...	...	...	...

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.



Observatorio Sectorial 1S 2026

La economía española afronta la primera mitad de 2026 desde una posición de solidez, aunque con una clara moderación del crecimiento tras el fuerte dinamismo de 2025 y en un contexto internacional más adverso. El estallido de la guerra en Irán ha introducido un nuevo *shock* de oferta que está afectando de forma desigual a los sectores, con mayor impacto en la industria y una mayor resiliencia de los servicios orientados al mercado interno. Pese a ello, la fortaleza de la demanda interna y el avance en la modernización del tejido productivo permiten absorber el impacto sin un deterioro significativo del ciclo.



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.

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

Te recomendamos:



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



Newsletter



CaixaBank



Pódcast

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

© CaixaBank, S.A., 2026

© Banco BPI, 2026

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

