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 comerciales. 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 maniobra 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.

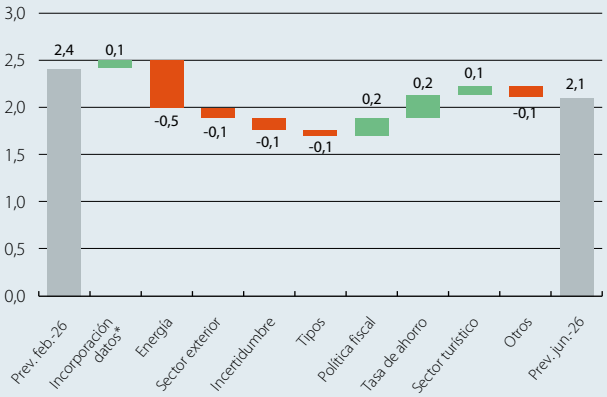
La revisión del PIB para 2026 refleja el balance entre los canales negativos del conflicto y los factores de apoyo (véase el gráfico). El encarecimiento de la energía es, con diferencia, el principal lastre. A él se suman el deterioro del sector exterior, el aumento de la incertidumbre y el impacto de 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

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 Baquer

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.