

# IM09

**INFORME MENSUAL**

NÚMERO 514 | SEPTIEMBRE 2026



## ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

---

MERCADOS FINANCIEROS

*El camino del BCE hacia una nueva normalidad*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

*El nuevo escenario de aranceles en EE. UU.  
(edición vuelta al cole 2026)*

*Irlanda, el país que trastoca las estadísticas europeas*

## ECONOMÍA ESPAÑOLA

---

*El sector exterior español impulsa la fase expansiva pospandemia*

*¿Cómo compramos? Scroll down & click!*

**INFORME MENSUAL****Septiembre 2026**

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

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

**Enric Fernández**

Economista jefe

**José Ramón Díez**

Director de Economías y  
Mercados Internacionales

**Oriol Aspachs**

Director de Economía Española

**Sandra Jódar**

Directora de Planificación Estratégica

**Adrià Morron Salmeron y**

**Oriol Carreras**

Coordinadores del *Informe Mensual*

**BPI Research (UEEF)**

[www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt) /

<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research>

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

**Paula Carvalho**

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

7 de septiembre de 2026

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

9 *El camino del BCE hacia una nueva normalidad*

**12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**

14 *El nuevo escenario de aranceles en EE. UU. (edición vuelta al cole 2026)*

David Martínez Turégano

16 *Irlanda, el país que trastoca las estadísticas europeas*

Rita Sánchez Soliva

**20 ECONOMÍA ESPAÑOLA**

22 *El sector exterior español impulsa la fase expansiva pospandemia*

Catalina Becu y Sergio Díaz

24 *¿Cómo compramos? Scroll down & click!*

Oriol Aspachs y Eduard Alcobé

**27 ECONOMÍA PORTUGUESA**

## La economía española resiste, pero envejece

La economía española se mantiene firme en su fase expansiva, a pesar del complejo contexto internacional y del repunte de los precios de la energía. Así lo reflejan los indicadores publicados durante el verano. En el 2T 2026, el PIB creció un 2,7% interanual, un ritmo de avance superior al promedio histórico del 1,8% registrado entre el 2000 y 2025. Probablemente, el crecimiento habría sido algo mayor de no haberse producido el reciente *shock* energético.

La composición del crecimiento también invita al optimismo. La actividad sigue impulsada por la demanda interna privada y por las exportaciones de servicios, unos componentes que suelen mostrar una elevada inercia a lo largo del ciclo económico y que aún disponen de margen para seguir avanzando. Todo ello, además, sigue yendo acompañado de una posición macrofinanciera globalmente equilibrada y que no empeora, a diferencia de lo ocurrido en fases expansivas anteriores. La deuda privada se mantiene en niveles relativamente reducidos, mientras que la deuda pública y la posición deudora frente al exterior continúan corrigiéndose. Ello contribuye a mantener la prima de riesgo en cotas contenidas y claramente inferiores a las de economías como Francia o Italia.

Los indicadores disponibles para el 3T apuntan a que el dinamismo económico se mantiene. Los índices de clima empresarial han mejorado, impulsados por la recuperación del sector servicios y, especialmente, del turismo, que va camino de cerrar un año récord. Todo apunta a que 2026 finalizará con la visita de más de 100 millones de turistas internacionales. El consumo de los hogares también sigue mostrando una notable resiliencia. A pesar del repunte de la inflación, el crecimiento del empleo y el colchón de ahorro acumulado en los últimos años continúan sosteniendo el gasto de las familias. La tasa de ahorro ha bajado algo, pero permanece en niveles relativamente elevados.

Por su parte, el mercado laboral sigue ofreciendo registros positivos. Según los datos de la EPA del 2T, el empleo mantiene un crecimiento superior al 2%. Sin embargo, detrás de esta evolución agregada se observan dinámicas diferenciadas. El empleo sigue creciendo con fuerza entre las personas extranjeras o con doble nacionalidad, mientras que el avance de la ocupación entre los españoles se ha moderado de forma significativa, al pasar del 1,9% interanual en el 1T al 0,7% en el 2T.

Una mirada amplia revela una dinámica de carácter estructural. La capacidad de crecimiento del empleo entre la población española se ha ido reduciendo en los últimos años. La población activa española, formada por las personas que trabajan o buscan empleo, apenas ha variado desde 2019, pero ha envejecido de forma notable. En concreto, el número de españoles activos con edades comprendidas entre los 25 y los 55 años se ha reducido en más de 1,1 millones de personas. Se trata, además, de una franja de edad con niveles de participación laboral muy elevados. Actualmente, cerca del 90% de los españoles de entre 25 y 55 años forman parte de la población activa y su tasa de paro se sitúa en el 7,5%, muy cerca del mínimo histórico alcanzado en 2007, cuando descendió hasta el 6,2%.

Así, el grueso del empleo generado entre la población española durante la actual fase expansiva se ha concentrado en los extremos de la distribución por edades. Desde 2019, el número de ocupados menores de 25 años ha aumentado en torno a 300.000 personas, mientras que entre los mayores de 55 años el incremento supera el millón. La otra fuente de crecimiento del empleo ha sido protagonizada por personas extranjeras o con doble nacionalidad, con un aumento de más de dos millones de ocupados en este periodo.

La fortaleza de la economía española permite afrontar con cierto optimismo los próximos trimestres. De hecho, es muy probable que CaixaBank Research vuelva a revisar al alza las perspectivas de crecimiento para 2026 las próximas semanas. Sin embargo, los datos también ponen de manifiesto un desafío de fondo. La economía resiste y sigue creciendo, pero lo hace en un contexto de envejecimiento de la población activa española. A medio plazo, preservar la capacidad de crecimiento de la economía exigirá seguir avanzando en productividad, además de aprovechar plenamente el potencial de una fuerza laboral cada vez más diversa y envejecida.

**Oriol Aspachs**  
Septiembre 2026

## Cronología

### AGOSTO 2026

- 12** El año 2026 vivió el periodo junio-julio más caluroso jamás registrado en Europa, según análisis del Programa Copernicus de la UE.

### 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.

### JUNIO 2026

- 11** El BCE subió los tipos de interés en 25 p. b. y el tipo *depo* del 2,00% al 2,25%.
- 18** Firma del memorándum en el que EE. UU. e Irán acuerdan un alto el fuego y la apertura del estrecho de Ormuz.

### 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.

## Agenda

### SEPTIEMBRE 2026

- 1** Eurozona: avance del IPC (agosto).
- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
- 4** Portugal: *rating* Fitch.
- 9** Portugal: comercio internacional (julio).
- 10** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 11** España: *rating* S&P.  
España: *rating* Fitch.
- 15-16** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 17** España: encuesta trimestral de coste laboral (2T).
- 22** Portugal: precios de la vivienda (2T).
- 23** España: balanza de pagos y PIIN (2T).  
Portugal: desglose del PIB por sectores institucionales (2T).
- 24** Portugal: ratio de morosidad (2T).
- 25** España: desglose del PIB (2T).  
España: créditos, depósitos y morosidad (2T).
- 29** España: avance del IPC (septiembre).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (septiembre).
- 30** España: tasa de ahorro de los hogares (2T).  
Portugal: avance del IPC (septiembre).  
Portugal: empleo y desempleo (agosto).

### OCTUBRE 2026

- 1** Portugal: deuda pública (agosto).
- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).  
Eurozona: avance del IPC (septiembre).
- 8** España: cuentas financieras (2T).
- 9** Portugal: comercio internacional (agosto).
- 15** Consejo Europeo.
- 19** China: PIB (3T).
- 26** España: créditos, depósitos y morosidad (agosto).
- 27** España: encuesta de población activa (3T).  
Portugal: créditos y depósitos (septiembre).
- 27-28** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 29** Portugal: empleo y desempleo (septiembre).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (octubre).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
EE. UU.: PIB (3T).
- 30** España: avance del PIB (3T).  
España: avance del IPC (octubre).  
España: *rating* DBRS.  
Portugal: avance del PIB (3T).  
Portugal: avance del IPC (octubre).  
Eurozona: PIB (3T).

## Tenemos que hablar de los tipos de interés

En un verano con la atención centrada tanto en los efectos del cambio climático –con eventos como El Niño, que pueden ocasionar perturbaciones en la actividad mundial en otoño– como en el retorno del riesgo político a la casilla de salida previa a la firma, en junio, del acuerdo entre EE. UU. e Irán, un viejo conocido ha vuelto a llamar a la puerta de los riesgos económicos y financieros. La intensa subida de las rentabilidades en todos los tramos de la curva de tipos, de entre 40 y 50 p. b. desde finales de junio, supone un nuevo escalón en el cambio de tendencia de los mercados de bonos iniciado en 2022 y refleja las transformaciones estructurales que afronta la economía mundial. Una nueva fuente de preocupación si este movimiento se intensifica, teniendo en cuenta que la deuda pública mundial ya está rozando la psicológica frontera de los 100 billones de dólares, con países como EE. UU. superando los 40 billones de dólares. Se aproximan así a los límites establecidos por la Ley de Ferguson, según la cual una potencia económica entra en zona de riesgo cuando el pago de intereses de la deuda pública supera el gasto en defensa. En ese punto, financiar las deudas del pasado exige más recursos que garantizar la seguridad futura.

Teniendo en cuenta que el tipo de interés natural es aquel que equilibra el ahorro y la inversión y es compatible con la estabilidad de precios, la realidad es que, después de más de una década perdida para la formación bruta de capital tras la gran crisis financiera, desde la pandemia se está produciendo un aumento de las necesidades de financiación asociadas a la defensa, la inteligencia artificial (IA), el envejecimiento de la población y la transición energética. Esta dinámica se ha acelerado en los últimos trimestres, impulsada por la carrera de las grandes empresas tecnológicas por liderar la revolución de la IA y por su creciente recurso directo a los mercados financieros. Desde esta perspectiva, estaríamos asistiendo a una normalización de los tipos de interés después de una larga etapa marcada por anomalías económicas y financieras, como las rentabilidades negativas o el uso de instrumentos no convencionales por parte de los bancos centrales para combatir el riesgo de japorización de las economías occidentales. Este camino de retorno ha situado el tipo de interés medio de las principales referencias de deuda a largo plazo de la OCDE en niveles de 2008, en torno al 3,7%. La normalización también se refleja en la revisión al alza de los tipos neutrales por parte de bancos centrales como el de la eurozona, que ahora los sitúa entre el 2% y el 2,5%. Al mismo tiempo, estas instituciones reducen su huella en los mercados, con un balance que ha pasado del 65% al 37% del PIB de la eurozona, y vuelven a concentrar la política monetaria en los tipos de referencia y las subastas semanales.

Si descomponemos el movimiento de los tipos de interés de los últimos meses entre el componente real y las expectativas de inflación, la rentabilidad real explicaría la mayor parte del ascenso, tanto en el bono a 10 años como en la referencia a 30 años. El fenómeno es especialmente visible en EE. UU., donde los tipos reales se han situado entre el 2,5% y el 3% en el tramo largo de la curva, frente a los niveles todavía negativos de comienzos de 2022, mientras que las expectativas de inflación de medio plazo apenas superan el 2%. Esta evolución refleja la confianza en la capacidad de los bancos centrales para devolver la inflación a su objetivo, los cambios en el equilibrio entre ahorro e inversión y el optimismo sobre el impacto de la inversión en IA en el crecimiento a largo plazo. También ayuda a explicar la aparente contradicción entre el aumento de la rentabilidad del activo libre de riesgo y el buen comportamiento de los mercados bursátiles durante el verano.

Si, alternatively, desglosamos las rentabilidades a largo plazo entre las expectativas sobre los futuros movimientos de los bancos centrales y la prima por plazo, es decir, el coste de protegerse frente a riesgos imprevistos de naturaleza fiscal o monetaria, la mayor parte del aumento en lo que va de año se explicaría por una recalibración al alza del nivel de tipos necesario para alcanzar los objetivos de inflación. Sin embargo, salvo en el caso de los sospechosos habituales de los últimos años, como Francia y el Reino Unido, la prima por plazo no ha aumentado de manera significativa. Esta actitud de excesiva tolerancia puede venir explicada porque el aumento del tipo neutral al riesgo también esté recogiendo la preocupación por la política fiscal.

En definitiva, aparentemente, detrás de la reciente subida de las rentabilidades no se observa una excesiva intranquilidad de los inversores por los desequilibrios monetarios o fiscales, sino la apuesta de los bancos centrales por tipos neutrales más elevados para combatir los efectos de los *shocks* de oferta, además de tipos de equilibrio más altos para acomodar la nueva demanda de financiación de los sectores público y privado. Por tanto, la apuesta, no exenta de riesgo, es que las inversiones en IA tendrán una rápida traslación en productividad, crecimiento potencial y beneficios empresariales, permitiendo estabilizar la dinámica de la deuda pública. Con todo, el optimismo y la tranquilidad van por barrios, como muestran las sorprendentes intervenciones del Tesoro estadounidense en el mercado de bonos, tanto de forma directa, mediante el aumento de las compras de deuda pública, como indirecta, a través de su actuación en los mercados de divisas junto con las autoridades japonesas.

José Ramón Díez

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

### Mercados financieros

|                             | Promedio<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2019 | Promedio<br>2020-2023 | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   |
|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>TIPOS DE INTERÉS</b>     |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| <b>Dólar</b>                |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Fed funds (límite inferior) | 3,18                  | 0,54                  | 1,75                  | 4,25   | 3,50   | 3,50   | 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   |
| <b>Euro</b>                 |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Depo BCE                    | 2,05                  | 0,20                  | 0,61                  | 3,09   | 2,00   | 2,25   | 2,00   |
| Refi BCE                    | 3,05                  | 0,75                  | 1,11                  | 3,24   | 2,15   | 2,40   | 2,15   |
| €STR                        | –                     | –0,54                 | 0,52                  | 3,06   | 1,93   | 2,18   | 1,93   |
| Euríbor 1 mes               | 3,18                  | 0,50                  | 0,57                  | 2,89   | 1,92   | 2,25   | 2,00   |
| Euríbor 3 meses             | 3,24                  | 0,65                  | 0,70                  | 2,83   | 2,05   | 2,28   | 2,04   |
| Euríbor 6 meses             | 3,29                  | 0,78                  | 0,87                  | 2,63   | 2,14   | 2,37   | 2,14   |
| Euríbor 12 meses            | 3,40                  | 0,96                  | 1,04                  | 2,44   | 2,27   | 2,47   | 2,26   |
| <b>Alemania</b>             |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Deuda pública 2 años        | 3,41                  | 0,35                  | 0,56                  | 2,02   | 2,13   | 2,25   | 2,07   |
| Deuda pública 10 años       | 4,30                  | 1,54                  | 0,72                  | 2,22   | 2,84   | 2,95   | 2,90   |
| <b>España</b>               |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Deuda pública 3 años        | 3,62                  | 1,69                  | 0,92                  | 2,26   | 2,39   | 2,74   | 2,66   |
| Deuda pública 5 años        | 3,91                  | 2,19                  | 1,07                  | 2,48   | 2,64   | 3,00   | 2,96   |
| Deuda pública 10 años       | 4,42                  | 3,17                  | 1,61                  | 2,90   | 3,28   | 3,45   | 3,50   |
| Prima de riesgo             | 11                    | 164                   | 90                    | 68     | 45     | 50     | 60     |
| <b>Portugal</b>             |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Deuda pública 3 años        | 3,68                  | 3,33                  | 0,76                  | 2,03   | 2,16   | 2,33   | 2,23   |
| Deuda pública 5 años        | 3,96                  | 3,94                  | 0,98                  | 2,15   | 2,49   | 2,72   | 2,67   |
| Deuda pública 10 años       | 4,49                  | 4,67                  | 1,52                  | 2,68   | 3,14   | 3,40   | 3,45   |
| Prima de riesgo             | 19                    | 314                   | 81                    | 46     | 31     | 45     | 55     |
| <b>TIPO DE CAMBIO</b>       |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| EUR/USD (dólares por euro)  | 1,13                  | 1,26                  | 1,12                  | 1,05   | 1,17   | 1,11   | 1,15   |
| 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 |
| <b>PETRÓLEO</b>             |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Brent (\$/barril)           | 42,3                  | 80,1                  | 73,8                  | 73,1   | 61,6   | 73,3   | 70,9   |
| Brent (euros/barril)        | 36,1                  | 62,5                  | 67,0                  | 69,8   | 52,6   | 66,1   | 61,6   |

Previsiones



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

### Economía internacional

|                                          | Promedio<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2019 | Promedio<br>2020-2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------|------|------|------|
| <b>CRECIMIENTO DEL PIB<sup>1</sup></b>   |                       |                       |                       |      |      |      |      |
| <b>Mundial</b>                           | 4,3                   | 3,3                   | 2,8                   | 3,5  | 3,5  | 2,9  | 3,3  |
| <b>Países desarrollados</b>              | 2,7                   | 1,5                   | 1,7                   | 1,9  | 1,9  | 1,6  | 1,7  |
| Estados Unidos                           | 2,7                   | 1,8                   | 2,4                   | 2,8  | 2,1  | 2,3  | 2,0  |
| Eurozona                                 | 2,3                   | 0,8                   | 1,1                   | 1,0  | 1,3  | 0,5  | 1,3  |
| Alemania                                 | 1,6                   | 1,3                   | 0,2                   | -0,5 | 0,3  | 0,6  | 1,1  |
| Francia                                  | 2,3                   | 1,0                   | 1,0                   | 1,4  | 0,9  | 0,4  | 0,9  |
| Italia                                   | 1,5                   | -0,3                  | 1,5                   | 0,6  | 0,7  | 0,5  | 0,8  |
| 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  | 2,4  | 2,0  |
| Japón                                    | 1,4                   | 0,4                   | 0,1                   | -0,2 | 1,2  | 0,8  | 0,6  |
| Reino Unido                              | 2,8                   | 1,3                   | 1,0                   | 1,0  | 1,3  | 1,0  | 0,9  |
| <b>Países emergentes y en desarrollo</b> | 6,3                   | 4,9                   | 3,5                   | 4,5  | 4,5  | 3,8  | 4,4  |
| 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  | 3,8  | 3,1  | 3,9  |
| Polonia                                  | 4,1                   | 3,7                   | 2,6                   | 3,1  | 3,6  | 3,1  | 2,8  |
| <b>INFLACIÓN</b>                         |                       |                       |                       |      |      |      |      |
| <b>Mundial</b>                           | 4,1                   | 3,7                   | 5,9                   | 5,8  | 4,1  | 4,3  | 3,7  |
| <b>Países desarrollados</b>              | 2,1                   | 1,6                   | 3,9                   | 2,6  | 2,5  | 3,1  | 2,5  |
| Estados Unidos                           | 2,7                   | 1,8                   | 4,5                   | 3,0  | 2,6  | 3,5  | 2,4  |
| Eurozona                                 | 2,2                   | 1,4                   | 4,2                   | 2,4  | 2,1  | 2,7  | 2,2  |
| Alemania                                 | 1,7                   | 1,4                   | 4,6                   | 2,5  | 2,3  | 2,7  | 2,2  |
| Francia                                  | 1,9                   | 1,3                   | 3,5                   | 2,3  | 0,9  | 2,0  | 1,9  |
| Italia                                   | 2,4                   | 1,4                   | 4,1                   | 1,1  | 1,6  | 2,5  | 2,0  |
| 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  | 3,2  | 2,4  |
| 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  | 3,1  | 2,7  |
| <b>Países emergentes y en desarrollo</b> | 6,9                   | 5,6                   | 7,3                   | 8,0  | 5,2  | 5,6  | 4,8  |
| 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 | 30,3 | 21,5 |
| 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<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2019 | Promedio<br>2020-2023 | 2024       | 2025       | 2026       | 2027       |
|-----------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Agregados macroeconómicos</b>        |                       |                       |                       |            |            |            |            |
| Consumo de los hogares                  | 3,7                   | 0,0                   | 0,4                   | 3,0        | 3,3        | 2,6        | 2,0        |
| Consumo de las AA. PP.                  | 4,5                   | 0,9                   | 3,1                   | 2,9        | 2,4        | 2,0        | 2,0        |
| Formación bruta de capital fijo         | 5,7                   | -1,2                  | 1,0                   | 3,6        | 5,8        | 4,5        | 2,4        |
| Bienes de equipo                        | 4,9                   | 0,2                   | -1,4                  | 1,9        | 7,4        | 3,5        | 2,6        |
| Construcción                            | 5,7                   | -2,6                  | 0,4                   | 4,0        | 5,2        | 4,7        | 2,3        |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB)         | 4,4                   | -0,2                  | 0,9                   | 3,2        | 3,5        | 2,7        | 2,0        |
| Exportación de bienes y servicios       | 4,7                   | 2,9                   | 2,4                   | 3,2        | 3,6        | 0,6        | 1,8        |
| Importación de bienes y servicios       | 7,0                   | 0,2                   | 1,9                   | 2,9        | 6,2        | 1,6        | 2,1        |
| <b>Producto interior bruto</b>          | <b>3,6</b>            | <b>0,7</b>            | <b>1,1</b>            | <b>3,5</b> | <b>2,8</b> | <b>2,4</b> | <b>2,0</b> |
| <b>Otras variables</b>                  |                       |                       |                       |            |            |            |            |
| Empleo                                  | 3,2                   | -0,5                  | 2,0                   | 2,8        | 3,1        | 2,9        | 1,9        |
| Tasa de paro (% pobl. activa)           | 10,5                  | 19,5                  | 13,9                  | 11,3       | 10,5       | 9,8        | 9,4        |
| Índice de precios de consumo            | 3,2                   | 1,3                   | 3,7                   | 2,8        | 2,7        | 3,2        | 2,4        |
| Costes laborales unitarios              | 3,1                   | 0,6                   | 4,1                   | 3,3        | 4,1        | 3,8        | 3,2        |
| 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) <sup>1</sup>      | 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<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2019 | Promedio<br>2020-2023 | 2024       | 2025       | 2026       | 2027       |
|-----------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Agregados macroeconómicos</b>        |                       |                       |                       |            |            |            |            |
| Consumo de los hogares                  | 1,8                   | 0,5                   | 1,5                   | 3,0        | 3,5        | 2,0        | 1,9        |
| 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        | 3,7        | 4,8        | 1,0        |
| Bienes de equipo                        | 3,3                   | 2,7                   | 6,3                   | 8,4        | 0,1        | -          | -          |
| Construcción                            | -1,4                  | -2,4                  | 3,1                   | 3,0        | 5,4        | -          | -          |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB)         | 1,3                   | 0,0                   | 2,0                   | 2,9        | 3,6        | 2,6        | 1,4        |
| Exportación de bienes y servicios       | 5,3                   | 4,0                   | 3,8                   | 3,1        | 0,4        | 2,5        | 2,0        |
| Importación de bienes y servicios       | 3,6                   | 2,7                   | 3,6                   | 4,8        | 4,4        | 3,7        | 1,2        |
| <b>Producto interior bruto</b>          | <b>1,5</b>            | <b>0,4</b>            | <b>1,9</b>            | <b>2,1</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>1,8</b> |
| <b>Otras variables</b>                  |                       |                       |                       |            |            |            |            |
| 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                  | -2,8                  | -0,7                  | 2,2        | 1,2        | 0,4        | 0,6        |
| 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                  | -1,9                  | 0,6        | 0,7        | -0,2       | -0,4       |

Previsiones



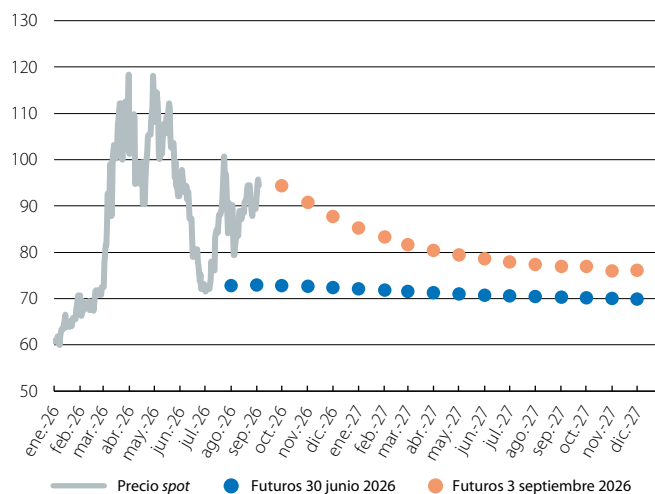
## El verano no aplatana a los mercados

**Oriente Próximo, volatilidad e incertidumbre conducen el mercado en verano.** Los mercados financieros vivieron un periodo estival de cierta intensidad y volatilidad, espoleados por la continuidad del conflicto en Oriente Próximo y la tensión de los precios energéticos, con la consiguiente presión sobre las expectativas de inflación y de política monetaria. Así, julio y agosto estuvieron marcados por un renovado encarecimiento del petróleo y el gas, un repunte generalizado de los tipos de interés y cierta debilidad del dólar estadounidense, en un contexto de fría recepción de los inversores ante la indefinición comunicativa del presidente de la Fed, Kevin Warsh, y las intervenciones en los mercados de divisa y deuda del secretario del Tesoro, Scott Bessent. A pesar de este contexto, las bolsas de las principales economías avanzadas consiguieron saldar julio y agosto con ganancias, gracias a una sólida temporada de beneficios.

**Tensión de los precios energéticos.** El precio del petróleo Brent cotizó en una banda extraordinariamente amplia, al son de los vaivenes diplomáticos del conflicto en Oriente Próximo. Hasta principios de julio, el Brent fluctuaba cerca de los 70 dólares por barril, reflejando la esperanza de una resolución de la guerra y de la recuperación de la oferta, que moderó su caída interanual hasta los 6,3 mb/d. Pero la reanudación de las hostilidades, el nuevo cierre del estrecho de Ormuz y las amenazas hutíes sobre el mar Rojo (ruta alternativa para las exportaciones de crudo de Arabia Saudita) lo impulsaron hasta superar los 100 dólares. A principios de septiembre, el precio fluctuaba entre los 90 y 95 dólares por barril, debatiéndose entre las negociaciones de Irán y Omán para establecer un corredor de navegación en Ormuz y nuevos ataques militares. El estrés sobre el gas natural fue todavía más intenso, y la referencia europea (TTF) pasó de unos 40 €/MWh en junio a superar los 70 €/MWh, propulsada por la interacción entre el conflicto de Oriente Próximo, la mayor demanda eléctrica en Europa (asociada a las olas de calor) y unas reservas de gas relativamente bajas (poco más del 60% de la capacidad de la UE en agosto vs. 80% en el promedio del mes de los últimos años). Por otro lado, julio y agosto también vieron un encarecimiento generalizado entre los productos agrícolas y los metales, y el índice sintético de materias primas de Bloomberg subió cerca de un 15%.

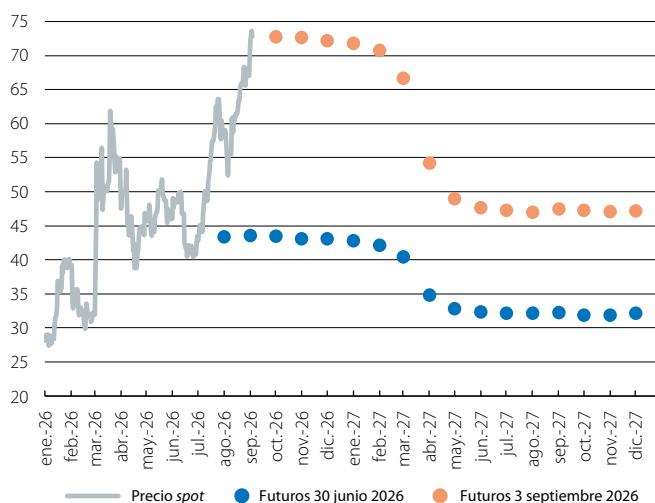
**Alza generalizada de los tipos de interés soberanos.** El encarecimiento de las materias primas presionó las expectativas de inflación, con los swaps a 2 años de EE. UU. y la eurozona subiendo hasta el 2,5%-2,8%. Al sumarse a la resiliencia de la actividad económica (véase la coyuntura de Economía internacional) y a las señales *hawkish* de algunos bancos centrales, además del contexto global de elevada deuda pública, estos factores provocaron un incremento generalizado de los tipos de interés soberanos, con un repunte acumulado de unos 50 p. b. en los tipos a 2 y 10 años de la eurozona, donde, con todo, las primas de riesgo periféricas se mantuvieron relativamente estables. EE. UU. también sufrió un repunte de tipos, pero con matices diferentes (los tipos a 10 años aumentaron cerca de 30 p. b., mientras que los de corto plazo se movían menos) y en unos mercados condicionados por las intervenciones de Scott Bessent (Tesoro) y Kevin Warsh (Fed). En concreto, el Tesoro estadounidense anunció un aumento de las recompras de bonos de largo plazo en septiembre-noviembre,

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



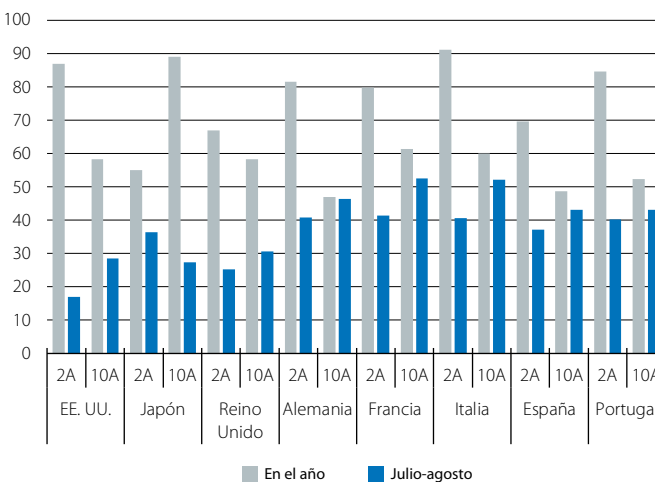
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Precio del gas TTF (Euros por MWh)



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

### Tipos de interés soberanos Variación (p. b.)



Nota: Vencimientos a 2 y 10 años (2A y 10A).

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

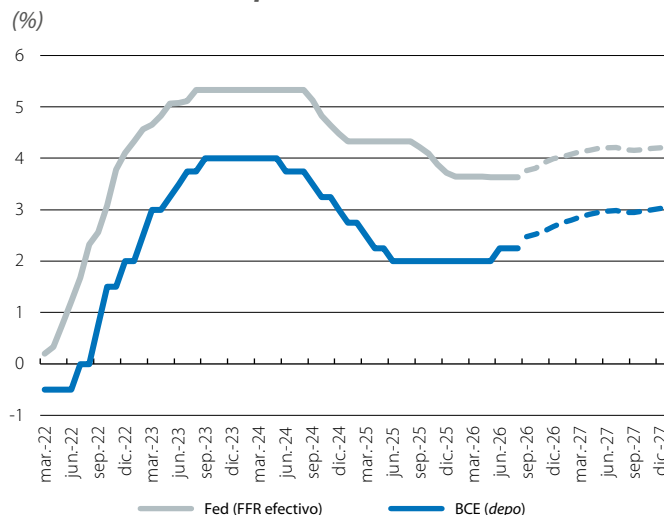
desde los 2.000 millones de dólares por operación actuales hasta 4.000 millones. Bessent presentó el anuncio en términos de gestión de liquidez del mercado, pero entre los inversores se leyó como una señal del deseo de tipos bajos por parte de la Administración Trump. Además, esa señal chocó con la filosofía de «unos mercados menos intervenidos» defendida por Warsh desde su llegada a la Fed.

**Los mercados otean subidas de la Fed y el BCE.** A pesar de mantener tipos en sus reuniones de julio, las comunicaciones de la Fed y el BCE exhibieron un tono *hawkish* a lo largo del verano, subrayando los riesgos de una inflación demasiado elevada frente a una actividad resiliente. En la reunión anual de Jackson Hole, el presidente de la Fed, Kevin Warsh, describió una actividad económica fuerte, a la vez que admitió su preocupación por algunas cifras de inflación y señaló que las condiciones financieras no son restrictivas. Con ello ofreció una valoración más explícita de lo habitual y revirtió la indecisión percibida por los inversores en julio. En respuesta, los mercados cerraron agosto cotizando una subida de tipos de la Fed antes de terminar el año (*fed funds* en el 3,75%-4,00%) y otra más en 2027 (tipos al 4,00%-4,25%). Por su parte, la mayoría de miembros del BCE señalaron el deseo de volver a subir tipos en Europa para evitar que, en un contexto de actividad resiliente, el repunte de la inflación energética (derivado de Oriente Próximo) desemboque en efectos indirectos y una inflación general superior al 2% durante demasiado tiempo. Así, los mercados daban prácticamente un 100% de probabilidad a que el BCE subiera el tipo *depo* hasta el 2,50% en septiembre y cotizaban entre una y dos subidas más en 2027.

**Las bolsas saldan en positivo un verano volátil.** En el conjunto de julio y agosto, los principales índices bursátiles de Europa y EE. UU. cerraron en positivo, con el Stoxx EUR 600 y el S&P 500 avanzando entre un 1% y un 2%, respectivamente. Este balance se apoyó en la resiliencia de la actividad económica y en una sólida temporada de beneficios a ambos lados del Atlántico, con un crecimiento de los beneficios superior al pronosticado por el consenso y un sector tecnológico que siguió batiendo expectativas. Con todo, hubo dinámicas dispares, con un mes de julio de retrocesos (más marcados entre compañías tecnológicas) y un agosto de recuperación. Por sectores, destacaron en positivo la energía, el sector financiero y los recursos básicos, mientras que, entre los países europeos, contrastó el repunte de la bolsa alemana (superior al 3%) con las dificultades del CAC francés. También destacó en negativo la bolsa japonesa, con el Nikkei retrocediendo más de un 5% en el conjunto de julio y agosto (más lastrada por la debilidad de las tecnológicas en julio y la reanudación de las hostilidades en Oriente Próximo), mientras que entre las economías emergentes las bolsas exhibieron ganancias en América Latina y pérdidas en Asia.

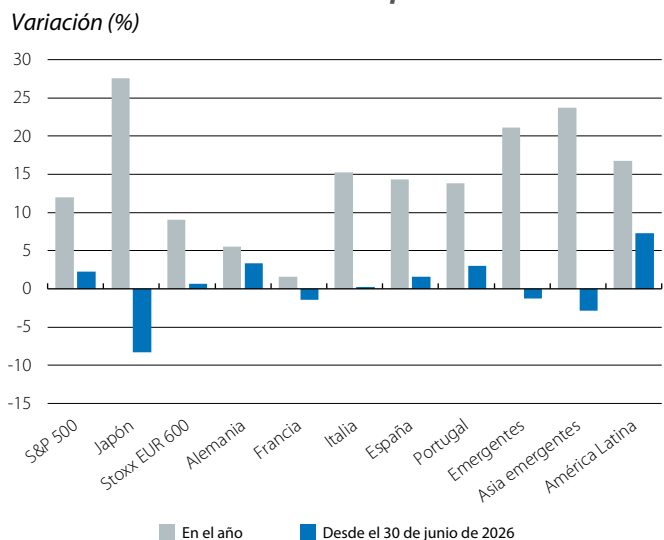
**El dólar estadounidense retrocede.** El mercado de divisas vio una depreciación moderada, pero generalizada, del dólar estadounidense en sus principales cruces. Esta depreciación se vehiculó en dos escalones, a finales de julio y mediados de agosto. Por un lado, el 30 de julio el dólar se depreció casi un 3% frente al yen, tras una intervención conjunta del Tesoro estadounidense y las autoridades japonesas para fortalecer el yen. Por el otro, los anuncios de recompras de bonos de largo plazo que hizo el Tesoro americano a mediados de agosto provocaron un nuevo episodio de depreciación. Así, en el conjunto de julio y agosto, el dólar perdió casi un 2% (índice DXY), mientras que el euro se recuperó hacia los 1,16 dólares.

### Bancos centrales: tipos de interés de referencia



**Nota:** Los puntos presentan los forwards para la Fed y el BCE implícitos a 3 de septiembre de 2026.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

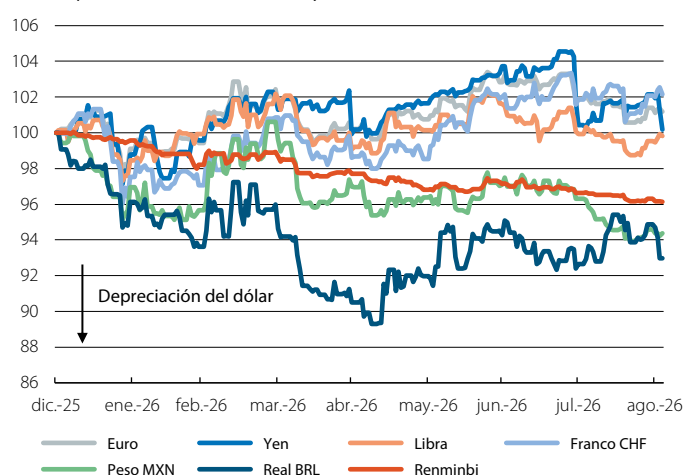
### Bolsas internacionales: desempeño en 2026



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

### Divisas: tipo de cambio frente al dólar estadounidense

Índice (100 = 31 diciembre 2025)



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

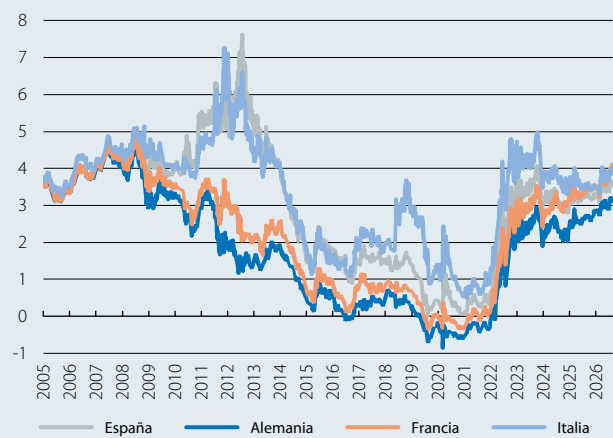
## El camino del BCE hacia una nueva normalidad

Detrás de las sacudidas y los vaivenes de la coyuntura, la eurozona y el BCE avanzan hacia una nueva normalidad para el entorno financiero. En los últimos años, el BCE ha aligerado la huella que deja en los mercados con la vuelta a una política monetaria convencional y la retirada de la orientación futura (*forward guidance*). Así, hoy la política monetaria la dictan los tipos de interés de referencia (esencialmente el tipo de la facilidad de depósitos o *depo*)<sup>1</sup> y el BCE no se compromete con ninguna senda futura de tipos de interés, sino que persigue una toma de decisiones ágil, reunión a reunión y según dicten los datos y los eventos económicos y geopolíticos.

Esta nueva normalidad es bien visible en los tipos de interés. Como muestra el primer gráfico, los tipos de interés soberanos de las grandes economías de la eurozona vuelven a estar en niveles parecidos a los previos a la crisis financiera de 2008. A la vez, y a diferencia de ese periodo precrisis, los inversores muestran una capacidad de discriminación que se refleja en la dispersión de los tipos entre los distintos países y, por lo tanto, en el precio de las respectivas deudas públicas. O, lo que es lo mismo, hay unas primas de riesgo positivas y que se encuentran en niveles coherentes con los fundamentos macroeconómicos de los países,<sup>2</sup> incluso tras el *shock* energético de Oriente Próximo.

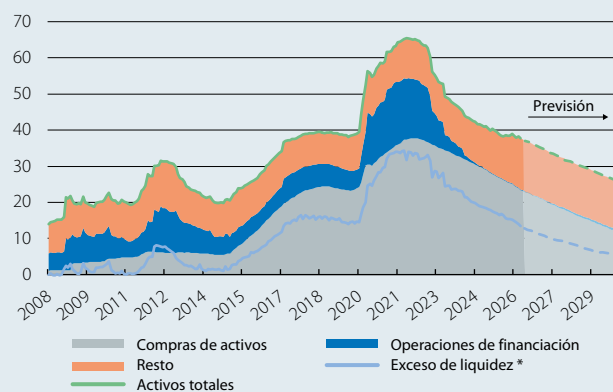
El camino hacia la nueva normalidad también se visibiliza en el balance del BCE. En cinco años ha bajado de un pico equivalente al 65% del PIB de la eurozona (2021) a fluctuar alrededor del 37% (un peso comparable al de 2017). Esta reducción se ha vehiculado con una retirada de la liquidez inyectada por el Eurosistema en los años de crisis (crisis financiera global de 2008, crisis de la deuda soberana en Europa y la pandemia de la COVID-19), tras el fin de los préstamos extraordinarios al sector financiero (TLTRO) y la descarga pasiva de la deuda comprada bajo los programas de QE.<sup>3</sup> Estas dinámicas seguirán en los próximos años y, al ser pasivas y graduales, harán que la liquidez siga siendo abundante a corto y medio plazo. Como mues-

### Eurozona: tipos de interés soberanos a 10 años (%)



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

### Balance del BCE: activos totales (% del PIB)



Nota: \* Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y de proyecciones propias.

tra el segundo gráfico, el exceso de liquidez no bajaría del 5% del PIB hasta mediados/finales de 2029.<sup>4</sup>

De hecho, la comparativa histórica que recoge el tercer gráfico sugiere que todavía queda un buen recorrido antes de que la retirada de la liquidez empiece a generar cierta escasez y que, por ejemplo, se manifieste en un aumento de los *spreads* en los mercados monetarios. Con todo, es difícil estimar en qué nivel la liquidez dejará de ser «excesiva». Es más, ha habido cambios en el entorno que sugieren que este punto de *impasse* puede ser distinto al del pasado

4. La proyección del balance sigue supuestos mecánicos: APP y PEPP («compras de activos») disminuyen pasivamente con el vencimiento de activos, las MRO y LTRO («operaciones de financiación») evolucionan según la proyección mediana del Survey of Monetary Analysts del BCE de junio de 2026 y el resto del balance crece según tendencias históricas. Por su parte, el exceso de liquidez proyectado evoluciona 1-a-1 con la suma de «compras de activos» y «operaciones de financiación».

1. Es decir, el tipo de interés al que se remuneran los depósitos *overnight* que los bancos mantienen en el Eurosistema. No hay que confundir estos depósitos con las reservas mínimas exigidas que, con un coeficiente actual del 1%, reciben una remuneración del 0%.

2. Véase el Focus «[Primas de riesgo y macroeconomía: una relación robusta y transversal](#)» en el IM02/2026.

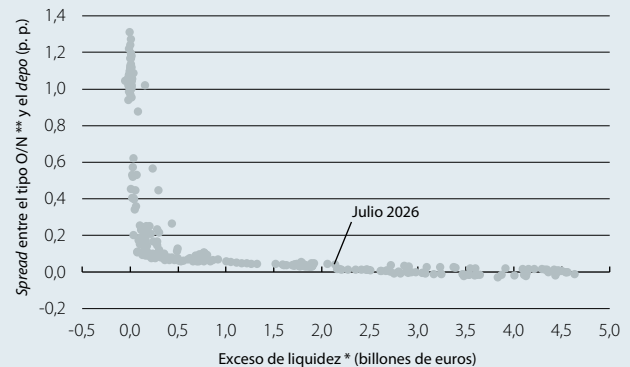
3. Los dos grandes programas de QE fueron el APP (2014-2023) y el PEPP (2020-2024), con los que el BCE compró deuda (pública y corporativa; y no directamente, sino en mercados secundarios) para atajar los riesgos de fragmentación financiera y estimular la economía cuando los tipos oficiales (en el 0% e incluso algo negativos) se quedaron sin recorrido. El BCE paró las compras netas de ambos programas en 2022, pero siguió comprando «en términos brutos» al reinvertir en nuevos activos el principal de aquellos activos adquiridos que iban venciendo. Finalmente, el BCE empezó a descargar pasivamente esta deuda poniendo fin a las reinversiones (de manera total en julio de 2023 para el APP y enero de 2025 para el PEPP).

y que la escasez de liquidez aparezca en niveles que anteriormente hubieran parecido holgados: una menor tolerancia al riesgo que dificulte la redistribución de liquidez dentro del sistema bancario, endurecimiento de la regulación financiera o un deseo precautorio de mayores colchones de liquidez.<sup>5</sup>

Precisamente por ello, el BCE ha acompañado la vuelta a la normalidad de sus herramientas monetarias (esencialmente la reducción del balance) con una reforma de su marco operacional, para ayudar a que el drenaje de liquidez no comprometa la implementación de la política monetaria en el futuro. Como ya analizamos,<sup>6</sup> el BCE desea moverse del entorno actual, en el que hay una abundante liquidez inyectada originalmente por el propio banco central, a un mundo en el que sea el propio sistema financiero el que determine la liquidez que desea poseer. Para implementarlo, el BCE hará de sus operaciones de refinanciación regulares (MRO a siete días y LTRO a tres meses) la principal fuente de liquidez directa y, además, lanzará dos nuevos instrumentos para suministrar reservas: operaciones de crédito a largo plazo y una cartera estructural de activos (no serán instrumentos «de política monetaria», sino herramientas estructurales para dar estabilidad a las necesidades de liquidez del sistema financiero).

La reforma del marco operacional se anunció ya en 2024. En 2026, está previsto que el BCE repase su despliegue y valore la posibilidad de recalibrar (o no) algunos parámetros. Por el momento, la liquidez sigue siendo abundante y, por lo tanto, en estos dos años la transición ha sido muy gradual, como también lo ilustra una reactivación muy incipiente de la demanda de nueva liquidez (véase el último gráfico). Una gradualidad que cabe prever que se mantendrá a futuro.

### Eurozona: spreads entre tipos de interés y exceso de liquidez

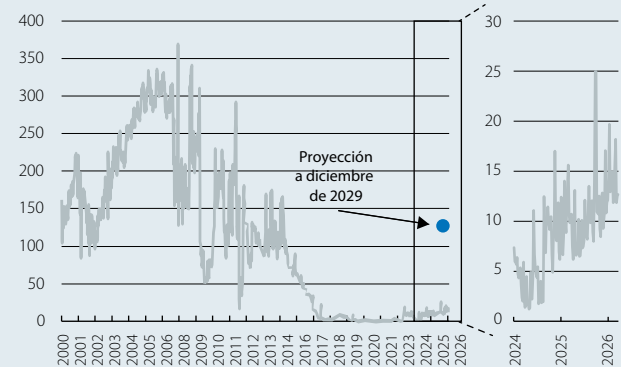


**Notas:** \* Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito. \*\* Corresponde al Eonia entre 2000 y 2019 y al €STR más 8,5 p. b. a partir de 2020.

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

### Uso de las operaciones MRO del BCE por parte de bancos europeos

(Miles de millones de euros)



**Nota:** La proyección a diciembre de 2029 corresponde a la expectativa mediana del Survey of Monetary Analysts (MRO + LTRO 3 meses).

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

5. Isabel Schnabel, *Towards a new Eurosystem balance sheet*, 6 de noviembre de 2025.

6. Véase el Focus «Lo que hay detrás de los tipos de interés del BCE» en el IM09/2025.

**Tipos de interés (%)**

|                                    | 31-agosto | 31-julio | Variación mensual<br>(p. b.) | Variación acum.<br>en 2026 (p. b.) | Variación interanual<br>(p. b.) |
|------------------------------------|-----------|----------|------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| <b>Eurozona</b>                    |           |          |                              |                                    |                                 |
| Refi BCE                           | 2,40      | 2,40     | 0                            | 25                                 | 25                              |
| Euríbor 3 meses                    | 2,59      | 2,48     | 11                           | 57                                 | 53                              |
| Euríbor 12 meses                   | 3,00      | 2,96     | 4                            | 76                                 | 88                              |
| Deuda pública a 1 año (Alemania)   | 2,68      | 2,62     | 6                            | 67                                 | 78                              |
| Deuda pública a 2 años (Alemania)  | 2,94      | 2,82     | 12                           | 82                                 | 100                             |
| Deuda pública a 10 años (Alemania) | 3,32      | 3,21     | 12                           | 47                                 | 60                              |
| Deuda pública a 10 años (España)   | 3,78      | 3,65     | 12                           | 49                                 | 45                              |
| Deuda pública a 10 años (Portugal) | 3,67      | 3,55     | 13                           | 52                                 | 49                              |
| <b>EE. UU.</b>                     |           |          |                              |                                    |                                 |
| Fed funds (límite inferior)        | 3,50      | 3,50     | 0                            | 0                                  | -75                             |
| SOFR 3 meses                       | 3,76      | 3,75     | 1                            | 11                                 | -41                             |
| Deuda pública a 1 año              | 4,14      | 4,03     | 11                           | 67                                 | 31                              |
| Deuda pública a 2 años             | 4,34      | 4,29     | 5                            | 87                                 | 72                              |
| Deuda pública a 10 años            | 4,75      | 4,73     | 2                            | 58                                 | 52                              |

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

|                               | 31-agosto | 31-julio | Variación mensual<br>(p. b.) | Variación acum.<br>en 2026 (p. b.) | Variación interanual<br>(p. b.) |
|-------------------------------|-----------|----------|------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| Itraxx Corporativo            | 51        | 54       | -3                           | 0,5                                | -4,2                            |
| Itraxx Financiero Sénior      | 54        | 56       | -2                           | -0,5                               | -5,6                            |
| Itraxx Financiero Subordinado | 87        | 89       | -2                           | -5,5                               | -13,4                           |

**Tipos de cambio**

|                            | 31-agosto | 31-julio | Variación mensual<br>(%) | Variación acum.<br>en 2026 (%) | Variación interanual<br>(%) |
|----------------------------|-----------|----------|--------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| EUR/USD (dólares por euro) | 1,162     | 1,153    | 0,8                      | -1,1                           | -0,6                        |
| EUR/JPY (yenes por euro)   | 185,590   | 181,430  | 2,3                      | 0,9                            | 8,0                         |
| EUR/GBP (libras por euro)  | 0,857     | 0,855    | 0,3                      | -1,6                           | -0,9                        |
| USD/JPY (yenes por dólar)  | 159,740   | 157,400  | 1,5                      | 1,9                            | 8,6                         |

**Materias primas**

|                                     | 31-agosto | 31-julio | Variación mensual<br>(%) | Variación acum.<br>en 2026 (%) | Variación interanual<br>(%) |
|-------------------------------------|-----------|----------|--------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| Índice Bloomberg de materias primas | 141,4     | 132,1    | 7,1                      | 28,9                           | 37,5                        |
| Brent (\$/barril)                   | 90,5      | 90,1     | 0,4                      | 48,7                           | 32,8                        |
| Oro (\$/onza)                       | 4.437,4   | 4.046,2  | 9,7                      | 2,7                            | 28,7                        |

**Renta variable**

|                         | 31-agosto | 31-julio | Variación mensual<br>(%) | Variación acum.<br>en 2026 (%) | Variación interanual<br>(%) |
|-------------------------|-----------|----------|--------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| S&P 500 (EE. UU.)       | 7.686,1   | 7.489,7  | 2,6                      | 12,3                           | 19,0                        |
| Eurostoxx 50 (eurozona) | 6.420,2   | 6.358,0  | 1,0                      | 10,9                           | 20,0                        |
| Ibex 35 (España)        | 19.974,1  | 19.782,9 | 1,0                      | 15,4                           | 33,7                        |
| PSI 20 (Portugal)       | 9.437,2   | 9.116,0  | 3,5                      | 14,2                           | 21,6                        |
| Nikkei 225 (Japón)      | 66.311,9  | 64.362,0 | 3,0                      | 31,7                           | 55,2                        |
| MSCI emergentes         | 1.719,3   | 1.665,9  | 3,2                      | 22,4                           | 36,6                        |



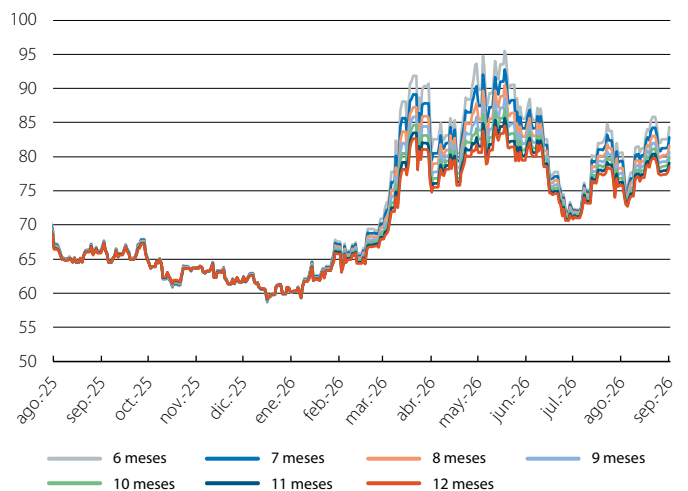
## La economía global resiste, pero los desafíos no aflojan

La economía global sigue pendiente de los vaivenes geopolíticos, con el foco puesto en Oriente Próximo. El verano empezó con negociaciones entre Irán y EE. UU. y expectativas de una normalización progresiva del tránsito por el estrecho de Ormuz, que favoreció la distensión del petróleo en junio. Sin embargo, la reanudación de las hostilidades provocó un nuevo repunte de precios. El Brent se mantuvo volátil durante agosto y promedió cerca de los 90 dólares por barril, mientras que los futuros a 6-12 meses oscilaron en torno a los 80 dólares por barril. De fondo, la preocupación por posibles interrupciones de suministro y unos inventarios globales en niveles históricamente bajos siguen tensionando el mercado energético. Además, existe incertidumbre sobre los flujos reales de transporte marítimo de crudo, ante una información crecientemente opaca. El gas natural licuado también se encareció de forma notable en agosto, impulsado por una oferta más limitada de lo esperado y por el fuerte consumo eléctrico asociado a las altas temperaturas registradas en Europa en verano. El TTF, la principal referencia para Europa, superó los 60 €/MWh para entregas hasta el invierno. En conjunto, la economía mundial sigue pendiente de unas tensiones geopolíticas que, de reducirse, podrían aliviar los precios de la energía y la presión sobre la actividad, pero con importantes riesgos.

La actividad global siguió resistiendo en el 2T, pese a un **shock energético mundial**. En la eurozona, el PIB creció un 0,6% intertrimestral (0,3% sin Irlanda), superando las expectativas gracias a un comportamiento mejor de lo esperado en economías como Alemania (+0,3%), Italia (+0,2%) y España (+0,7%), mientras que Francia se estancó (0,0%, tras un -0,2% en el 1T). En EE. UU., la economía mantuvo un crecimiento sólido del 0,4% intertrimestral en el 2T, apoyada por la fortaleza de la demanda interna, en particular el gasto de las familias y la inversión no residencial. Las economías del Reino Unido y Japón también registraron un desempeño favorable, con avances del PIB del 0,4% y 0,3% intertrimestral, respectivamente. En el caso británico, el crecimiento se apoyó en la demanda interna, mientras que en Japón contribuyó el sector exterior y el apoyo de la política fiscal.

El 3T mantuvo el tono positivo, aunque con excepciones y con la vuelta de los aranceles. En la eurozona, los indicadores disponibles apuntan a un buen dinamismo de la economía en julio y agosto, con los PMI situándose en niveles expansivos. En particular, los PMI de manufacturas se han situado en los 52,7 puntos en agosto (vs. 51,9 en julio), un máximo de más de dos años, mientras que los PMI de servicios se situaron en los 51,6 puntos (vs. 51,7 anterior). En EE. UU., los indicadores empresariales siguen mostrando robustez, aunque empiezan a surgir señales de moderación en el consumo privado y en el mercado laboral. Por otro lado, tras el fracaso de las negociaciones entre EE. UU. y Canadá, la Administración estadounidense impulsó, a finales de agosto, un arancel adicional del 50% a importaciones canadienses por valor de 20.000 millones de dólares y elevará al 50% los aranceles al sector automovilístico canadiense en 2027. El

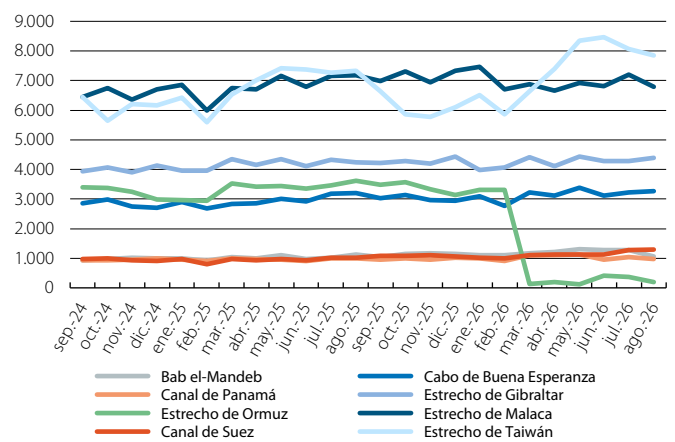
### Brent: precio de los futuros (Dólares por barril)



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

### Global: tránsito marítimo por los principales puntos críticos

Número total de buques

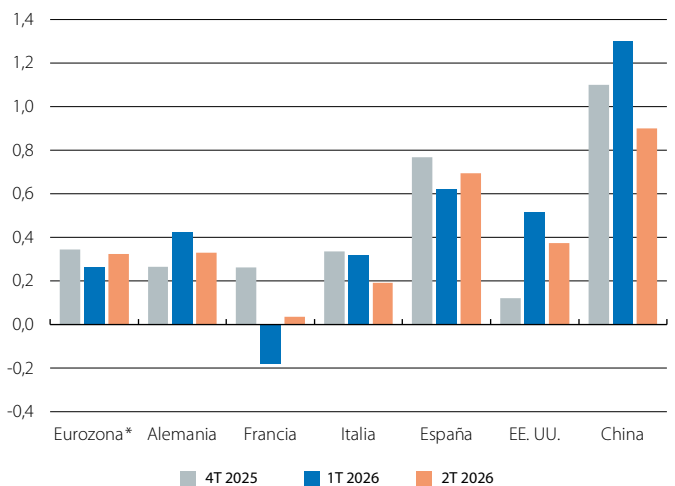


Nota: Se incluyen buques graneleros, buques-tanque para productos químicos, portacontenedores, buques de carga general, petroleros y de gas (GNL y GPL).

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

### Global: PIB

Variación intertrimestral (%)



Nota: \* Eurozona sin Irlanda.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, BEA y Oficina Estadística de China.

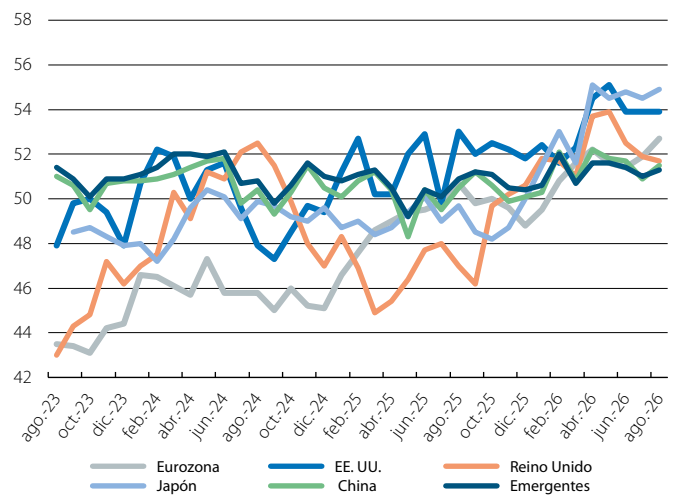
Gobierno de Canadá anunció que responderá con medidas equivalentes, lo que deberá pesar en la actividad de la región norteamericana a lo largo de los próximos meses. Por su parte, la economía china mostró una pérdida de impulso durante el verano. Las ventas minoristas y la producción industrial se desaceleraron en julio, reflejando una débil demanda interna, agravada parcialmente por fenómenos meteorológicos extremos. A pesar de una ligera recuperación en agosto (el PMI compuesto Rating Dog se situó en los 52,1 puntos, frente a 50,8 en julio), el repunte en la industria se explica por el impulso de la demanda externa, mientras que persiste la flaqueza de la construcción y los servicios. Ante este contexto, las autoridades han reiterado su intención de acelerar la ejecución del gasto público en la segunda mitad del año, aunque sin anunciar nuevas medidas de estímulo.

**El shock energético sigue empujando los precios al alza.** La inflación de la eurozona repuntó al 3,3% en agosto (vs. 2,9% en julio), impulsada, sobre todo, por el encarecimiento de la energía, mientras que la inflación núcleo descendió ligeramente hasta el 2,4% (vs. 2,5% en julio). El aumento fue generalizado entre las principales economías, y España registró el mayor avance (véase la [coyuntura de Economía española](#)). El dato estuvo en consonancia con las expectativas y refuerza la probabilidad de una nueva subida de tipos del BCE en septiembre. A medio plazo, la clave seguirá siendo si el *shock* energético se traslada al resto de precios. En EE. UU., la inflación general y la núcleo cayeron 0,1 p. p. en julio (hasta el 3,4% y el 2,5%, respectivamente), pero se mantienen las presiones inflacionistas. En este contexto, y ante la subida de los tipos soberanos estadounidenses a lo largo de los últimos meses, el nuevo presidente de la Fed, Kevin Warsh, transmitió en Jackson Hole una visión optimista de la actividad económica estadounidense y se mostró más preocupado por la inflación. Los últimos datos apuntan a que el proceso de desinflación avanza más lentamente de lo deseado, lo que ha reforzado las expectativas de los mercados financieros de que la Fed endurezca su política monetaria antes de final de año (véase la coyuntura de Mercados financieros).

**Las economías emergentes mostraron una resistencia notable al shock energético, pero siguen en una posición relativamente más frágil.** Aunque el encarecimiento de la energía afectó el consumo en países importadores de petróleo, gran parte de Asia mantuvo un crecimiento sólido gracias a la regulación de precios y a los subsidios energéticos, así como al buen comportamiento de la demanda interna. Además, el *boom* de inversión en IA impulsó las exportaciones tecnológicas de economías como Vietnam, Malasia, Taiwán y Corea. India sigue sorprendiendo en positivo y registró un crecimiento del 7,8% interanual en el 2T (vs. 8,6% en el 1T), apoyado por la robustez de la demanda interna y por el buen comportamiento de las exportaciones. Asimismo, el efecto negativo del conflicto ha sido contenido y se espera que la actividad recupere algo de impulso en los próximos meses. Por otro lado, unas presiones inflacionistas más intensas y el repunte de los tipos soberanos a nivel global podrían traer nuevas dificultades, sobre todo en aquellos países que presenten mayores desequilibrios macroeconómicos y fiscales de partida.

## Global: PMI de manufacturas

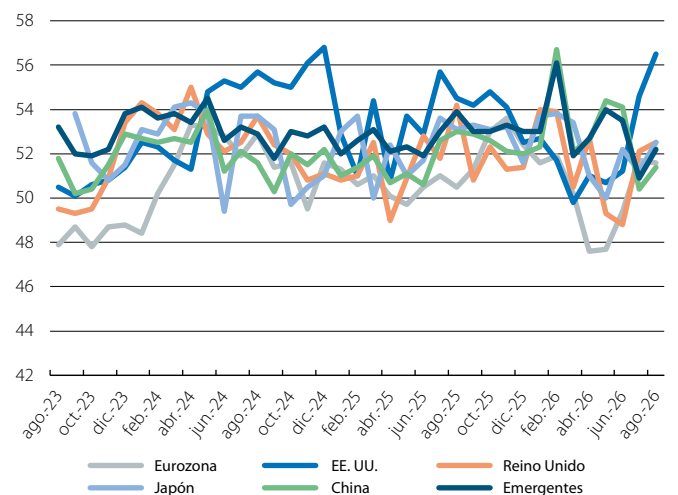
Nivel



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

## Global: PMI de servicios

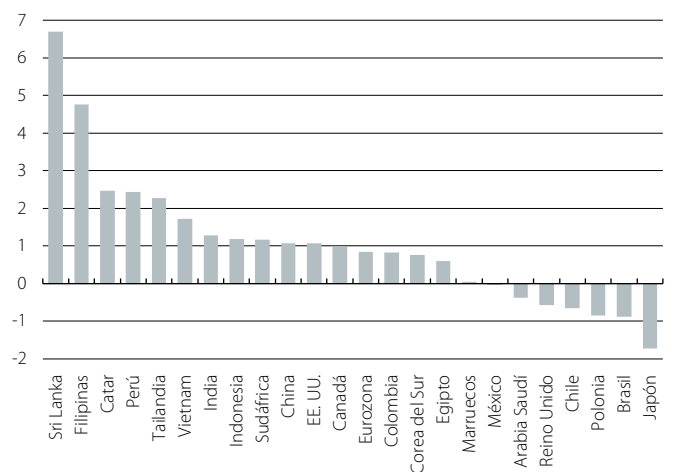
Nivel



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

## Global: IPC

Diferencial de inflación (p. p.)\*



Nota: \* Promedio marzo-agosto 2026 vs. 2025.

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



## El nuevo escenario de aranceles en EE. UU. (edición vuelta al cole 2026)

Pocos temas económicos han tenido tantas idas y venidas en tan poco tiempo como la saga arancelaria de la Administración Trump 2.0. En apenas 18 meses, los analistas (no digamos ya las empresas conectadas al comercio internacional) hemos vivido en una auténtica montaña rusa: el icónico *Liberation Day*; la escalada sin precedentes con China, con aranceles superiores al 100%; o el episodio de Groenlandia, dentro de las habituales amenazas a la UE. Frente a estas posiciones maximalistas, los acuerdos con los principales socios comerciales moderaron los aranceles anunciados, mientras que la reconfiguración de las importaciones redujo su incidencia efectiva. En 2026, esta desescalada dio un salto adicional cuando el Tribunal Supremo invalidó los aranceles generales aprobados mediante la legislación de emergencia económica. Agotado el arancel temporal que los sustituyó, las nuevas medidas que recoge la sección 301 de la Ley de Comercio y los aranceles sectoriales dibujan un escenario que cambia más la naturaleza de los instrumentos que el gravamen promedio.

### Aranceles efectivos: estabilidad tras la desescalada

Las órdenes ejecutivas adoptadas entre febrero y abril de 2025 comportaron una profunda revisión del régimen arancelario aplicado por EE. UU. a sus importaciones.<sup>1</sup> De acuerdo con los datos de recaudación aduanera y de importaciones, el arancel efectivo promedio aumentó desde algo más del 2% a comienzos de 2025 hasta alrededor del 7% en abril, y alcanzó un máximo cercano al 11% en octubre. Para entonces, las medidas ya se aplicaban plenamente, se había diluido el efecto anticipación que había impulsado las importaciones de productos inicialmente exentos, como los farmacéuticos y electrónicos, y se habían revisado al alza algunos de los aranceles anunciados en el *Liberation Day*, especialmente los aplicados a Brasil y la India (véase el primer gráfico).

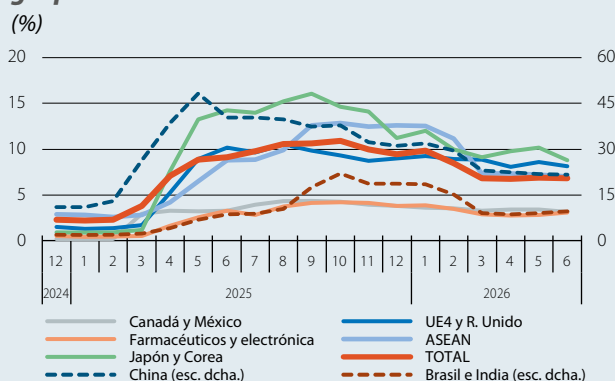
Desde entonces, hemos asistido a una progresiva desescalada, impulsada por tres factores de naturaleza y alcance muy distintos: las negociaciones comerciales bilaterales, la reconfiguración de las importaciones estadounidenses y la sentencia del Tribunal Supremo. En primer lugar, los acuerdos alcanzados el pasado año supusieron reducciones significativas respecto a los aranceles del *Liberation Day*, especialmente para países del Sudeste Asiático, pero también para China, tras la tregua de noviembre de 2025, y para la UE, en comparación con las amenazas proteccionistas previas.<sup>2</sup> En segundo lugar, los cambios en el nivel relativo de los aranceles por producto y socio comercial han comportado variaciones significativas en la composición de las importaciones, con el desplazamiento de parte de las compras desde China hacia otros proveedores asiáticos, como Vietnam, en determinadas manufacturas intensivas en trabajo, y Taiwán, en productos tecnológicos.<sup>3</sup>

1. Véase el Focus «¿Dónde estamos y hacia dónde vamos con los aranceles de EE. UU.?» en el IM06/2025.

2. Véase la Nota Breve «Acuerdo comercial entre EE. UU. y la Unión Europea» del 29 de julio de 2025.

3. Véase el Focus «El nuevo mapa de las importaciones de bienes de EE. UU.» en el IM01/2026.

### Arancel efectivo promedio sobre las importaciones de EE. UU.: principales grupos de socios comerciales



**Notas:** UE4 = Alemania, Francia, Italia y España. ASEAN = Camboya, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam. Farmacéuticos y electrónica (productores) = Bélgica, Irlanda, Países Bajos, Suiza, Singapur y Taiwán. Peso de los flujos de comercio en 2025.

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

También ha ganado cuota en el mercado estadounidense México, favorecido por el aumento de la proporción de importaciones que acreditan el cumplimiento de las reglas de origen del United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA), lo que habría amortiguado una parte de la subida arancelaria.<sup>4</sup> A ello se ha sumado la fortaleza de la demanda estadounidense de productos electrónicos vinculada al ciclo inversor de la IA.

En tercer lugar, la sentencia del Tribunal Supremo del 20 de febrero de 2026 consideró que el recurso a la Ley de Emergencia Económica (IEEPA) no era la vía legal adecuada para el establecimiento de aranceles generales y que, al tratarse de una medida de naturaleza tributaria, requería la autorización del Congreso.<sup>5</sup> De esta manera, aranceles que representaban en torno a dos tercios del aumento del gravamen promedio desde principios de 2025 quedaban sin validez y abrían la vía a la devolución de lo recaudado a las empresas importadoras.<sup>6</sup> El mismo día del dictamen, una proclamación presidencial activó la sección 122 de la Ley de Comercio –prevista para responder a problemas fundamentales de balanza de pagos– y estableció un arancel general transitorio del 10% durante 150 días.

Este conjunto de factores ha contribuido decisivamente a reducir el arancel efectivo promedio en 4 p. p. y a situarlo, desde marzo de 2026, ligeramente por debajo del 7%, su menor nivel desde la primavera del pasado año.

4. Martínez-García, E. y Mau, R. (2026), «How USMCA compliance cushioned the 2025 tariff shock».

5. Véase el Focus «10 preguntas sobre el dictamen arancelario del Tribunal Supremo de EE. UU.» en el IM03/2026.

6. Según información de U.S. Customs and Border Protection citada por The Conference Board, a 31 de julio se habían completado devoluciones, incluidos los intereses, por unos 100.000 millones de dólares; las solicitudes aceptadas para tramitación ascendían a 128.680 millones, frente a unos 166.000 millones recaudados en total bajo la IEEPA.

### Políticas anunciadas: todo cambia para que los aranceles permanezcan

La expiración, el 24 de julio, del arancel transitorio bajo la sección 122 no ha supuesto el regreso al escenario anterior a la Administración Trump 2.0. Ese mismo día entraron en vigor los nuevos gravámenes aprobados bajo la sección 301, tras las investigaciones abiertas en marzo sobre las prohibiciones adoptadas por los principales socios comerciales de EE. UU. a la importación de bienes producidos total o parcialmente con trabajo forzoso y su grado efectivo de aplicación.

Las medidas afectan a 60 economías, que representan la práctica totalidad de las importaciones estadounidenses. Canadá, México, el Reino Unido y la India quedan sujetos, con carácter general, a un recargo adicional del 10%, que en el caso de China asciende al 12,5%. Para otros socios comerciales, el nuevo gravamen completa el arancel de nación más favorecida (NMF) aplicado a cada producto cuando este se sitúa por debajo de un umbral: hasta un tipo total del 10% para la UE y Taiwán, y del 12,5% para Japón, Corea del Sur y Suiza, por debajo, en todos los casos, del 15% fijado en los acuerdos comerciales alcanzados desde verano de 2025. Se mantienen, además, exenciones para determinados productos, incluidos los bienes de Canadá y México alineados con los requisitos del USMCA y aquellos ya sujetos a medidas sectoriales bajo la sección 232 de la Ley de Expansión Comercial. El nuevo régimen también exime determinadas materias primas e insumos críticos cuya imposición podría generar problemas de abastecimiento, como minerales críticos y fertilizantes, y da un trato preferente a los textiles centroamericanos y dominicanos que cumplen las condiciones del acuerdo CAFTA-DR, al tiempo que prevé futuros contingentes para importaciones de estos productos desde determinados socios asiáticos, vinculados a la compra de algodón y artículos textiles estadounidenses.

Las medidas sectoriales conforman el segundo gran pilar del nuevo esquema. La sección 232 permite establecer aranceles por motivos de seguridad nacional y ya cubre, entre otros, acero, aluminio y automóviles. En el sector farmacéutico, la Administración estadounidense materializó en abril la medida anunciada en septiembre de 2025: un arancel de hasta el 100% sobre determinados medicamentos patentados y sus ingredientes. El régimen contempla tipos inferiores o exenciones según el país de origen, así como compromisos empresariales de inversión y producción en EE. UU., mientras que los medicamentos genéricos quedan, por el momento, exentos. En aviación comercial, abrió en julio un plazo de negociación hasta finales de año antes de decidir posibles medidas adicionales.

Teniendo en cuenta esta superposición de instrumentos y realizando hipótesis razonables sobre el alcance de las exenciones vigentes, estimamos que el arancel promedio implícito en las políticas anunciadas se situaría en torno al 11%, cifra apenas 1 punto superior a la estimación previa bajo la temporalidad de la sección 122. La ordenación relativa de los principales socios comerciales tampoco se modifica sustancialmente (véase el segundo gráfico). México y Canadá continúan entre los socios con menor carga arancelaria gracias a las exenciones del USMCA, mientras que la UE se mantiene ligeramente por debajo de la media. En cambio, China, Brasil y la India se sitúan en la parte alta de la distribución, con un salto especialmente

### Arancel promedio de EE. UU. según políticas anunciadas: principales socios comerciales (%)



**Nota:** La estimación pondera por la estructura de importaciones de EE. UU. en 2025.

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

significativo en el caso brasileño por la aplicación de un gravamen adicional del 25% derivado de otra investigación bilateral bajo la sección 301, esta vez sobre un amplio abanico de prácticas comerciales. Para varios socios asiáticos, el nuevo esquema sustituye los tipos generales pactados de forma bilateral en 2025 por recargos que se añaden al arancel NMF, con resultados distintos según la composición de sus exportaciones.

### ¿Último capítulo de la saga?

En definitiva, todo cambia... para que (casi) todo siga igual: niveles similares de protección, pero apoyados en una arquitectura legal más específica y procedimental. Esto no la hace inmune a nuevas reclamaciones judiciales, ni evita que los aranceles continúen utilizándose con objetivos amplios: instrumento de presión comercial, como muestran los gravámenes adicionales del 50% en vigor desde agosto sobre un amplio espectro de productos canadienses y la amenaza de su extensión a automóviles y componentes en 2027, a lo que Canadá ya ha respondido con medidas equivalentes; palanca geopolítica y regulatoria, con el inicio reciente de una investigación contra la UE tras la multa millonaria a Google; o con fines de seguridad nacional y política industrial, a los que responden los nuevos aranceles a drones y sus componentes. De cara a los próximos meses, las principales incertidumbres se concentran en varios frentes. Las investigaciones todavía abiertas bajo la sección 301 sobre el exceso estructural de capacidad productiva en 16 economías podrían desembocar en nuevas medidas arancelarias, al igual que la creciente ofensiva contra el transbordo ilegal de mercancías a través de terceros países,<sup>7</sup> mientras que la decisión de EE. UU. de no prorrogar el USMCA en sus términos actuales da paso a un proceso de revisiones anuales y prolonga las dudas sobre su futura configuración. Persiste, asimismo, el cuestionamiento sobre la estabilidad de la tregua con China, sostenida por un frágil equilibrio de dependencias en semiconductores, tecnología avanzada y minerales críticos, con la carrera por la IA de fondo.<sup>8</sup>

David Martínez Turégano

7. Casa Blanca (2026), «The great transshipment scam».

8. Véase el Dossier «Presente y futuros de la nueva economía» en el IM05/2026.

## Irlanda, el país que trastoca las estadísticas europeas

Cuando Eurostat publica el crecimiento del PIB para la eurozona, Alemania, Francia, Italia o España son los grandes determinantes del resultado final. Sin embargo, en los últimos años, Irlanda ha sido la responsable de las mayores revisiones y distorsiones de las cifras de la eurozona, tanto al alza como a la baja. ¿Cómo puede ser que un país de apenas 5 millones de habitantes tenga la capacidad para alterar las estadísticas de una región con más de 350 millones de personas?

La respuesta no está en el tamaño del país, sino en la forma en que registran dentro de sus fronteras una parte bastante importante de la actividad económica global. Irlanda se ha convertido en una plataforma global de operaciones para alguna de las mayores multinacionales del mundo, sobre todo farmacéuticas, tecnológicas, propiedad intelectual o *leasing* de aeronaves. Es decir, un número reducido de empresas, que realizan operaciones de gran volumen, provocan que los datos de contabilidad nacional no se comporten como los de una economía «al uso».

### El marco fiscal y legal de Irlanda ha sido un imán para las multinacionales

Irlanda ya ocupaba antes de 2015 una posición atractiva como plataforma europea para las multinacionales, gracias a una combinación de impuesto de sociedades reducido, un entorno legal favorable y un régimen especialmente atractivo para la localización de activos intangibles (patentes, *software*, marcas o derechos de explotación). Sin embargo, 2015 marcó un punto de inflexión.

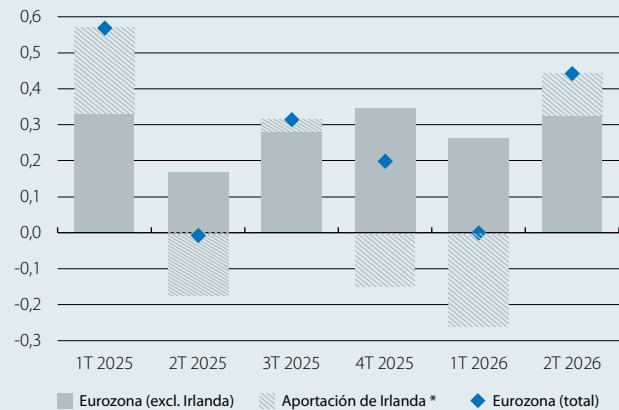
Por un lado, el endurecimiento del marco internacional contra determinadas estrategias de «ingeniería fiscal» llevó a muchas multinacionales a reorganizar la localización de sus activos intangibles y de parte de sus operaciones corporativas. Por otro lado, el régimen fiscal irlandés permitía amortizar fiscalmente los activos intangibles en condiciones especialmente favorables. El resultado fue que Irlanda salió reforzada como destino para los activos intangibles y algunas funciones de muchas empresas, sobre todo tecnológicas y farmacéuticas, ya que ofrecía un entorno institucional estable, seguridad jurídica y pleno acceso al mercado único europeo. Y ahí está la clave de la singularidad irlandesa: en una economía pequeña, la relocalización de activos de gran valor puede modificar de forma importante sus estadísticas de inversión, exportaciones, valor añadido y PIB.

### El PIB de Irlanda puede dar una imagen distorsionada de la evolución de su economía

El efecto inicial de este traslado de activos intangibles puede chocarnos. Cuando una multinacional decide trasladar a Irlanda la propiedad de una patente, un *software* o una marca comercial, equivale a adquirir un activo por

### Eurozona: PIB

Variación intertrimestral (%)



**Nota:** \* Aportación de Irlanda al crecimiento intertrimestral de la eurozona en p.p.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat del 14 de agosto de 2026.

### VAB: empresas extranjeras vs. resto

VAB total (%)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Central Statistics Office.

parte de Irlanda, que registra esta operación como una inversión. Sin embargo, este activo (una patente, por ejemplo), al estar localizado en el extranjero, debe computarse, al mismo tiempo, como una importación de servicios (I+D o propiedad intelectual).<sup>1</sup> Por tanto, en el trimestre en el que se lleva a cabo la operación, el impacto sobre el PIB es prácticamente neutral. Sin embargo, una vez que estos intangibles ya están incorporados al *stock* de capital de la economía, comienzan a generar flujos de exportaciones de servicios, por ejemplo, en forma de licencias, contribuyendo de manera persistente al crecimiento del PIB en los años posteriores.<sup>2</sup>

1. PIB por el lado de la demanda = consumo privado + gasto público + inversión + exportaciones – importaciones.

2. Véase BCE. «Intangible Assets of Multinational Enterprises in Ireland and their Impact on Euro Area Activity», Occasional Paper Series, n.º 350.

Estas prácticas explican las importantes variaciones que sufren la formación bruta de capital fijo (FBCF), las exportaciones y el valor añadido de Irlanda. También explican el notable peso de los activos intangibles dentro de la inversión irlandesa: en los últimos años, representa más del 50% de toda la FBCF en Irlanda, más del doble que en las principales economías de la eurozona. La sobreexposición de Irlanda a estos activos se confirma al comprobar que, en promedio desde 2015, el peso de Irlanda en el PIB de la eurozona es inferior al 4,0%, pero concentra más del 10% de la inversión de la región en activos intangibles. El resto de las grandes economías tienen una aportación a la inversión en activos intangibles de la eurozona mucho más en consonancia con el peso de sus economías.

En consecuencia, puede darse el caso de que el PIB crezca con fuerza en Irlanda por decisiones adoptadas por unas pocas multinacionales cuyo negocio efectivo se desarrolla fuera de sus fronteras, en un contexto de apatía del consumo de las familias, el gasto público o la inversión vinculada a la economía interna. Y, al contrario: el PIB de Irlanda puede caer intensamente, aunque su crecimiento interno se mantenga sólido.

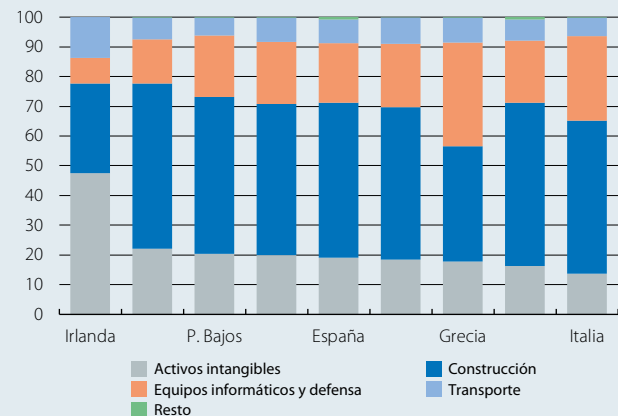
Por este motivo, la oficina de estadística irlandesa está elaborando indicadores que intentan separar la actividad interna de aquellas partidas más volátiles asociadas a las multinacionales. Entre ellas destaca la demanda interna final modificada (MFDD, por sus siglas en inglés), que aproxima mejor la actividad interna del país, al incluir el consumo de los hogares y las Administraciones públicas y la inversión en actividades vinculadas a la economía nacional. Esta medida excluye compras de propiedad intelectual, aeronaves destinadas al *leasing* y otros componentes más vinculados a las decisiones de las multinacionales y que sí computan en el PIB.<sup>3</sup> Los datos confirman esta estabilidad de la MFDD frente al PIB. Por ejemplo, en el 3T 2024, el PIB creció un 7,6% intertrimestral, pero la MFDD arrojó un aumento de un 1,1%. Por el contrario, en el 1T 2026, el PIB retrocedió un 7,6% intertrimestral, pero la MFDD registró un modesto incremento del 0,3%. Además, la MFDD ha crecido más de un 25% desde el 4T 2019, frente a un avance de algo más de un 6,0% registrado por la eurozona, sin Irlanda.

### Irlanda es una prueba de que el tamaño no siempre es lo que importa

El peso de las multinacionales y de los activos intangibles ha convertido a Irlanda en un actor muy relevante para las estadísticas agregadas de la eurozona. Tanto es así que, en algunos trimestres, debemos preguntarnos qué parte de la evolución de la economía de la eurozona responde al comportamiento cíclico de las grandes economías y qué

### FBCF por activos

(% del total en cada país) \*

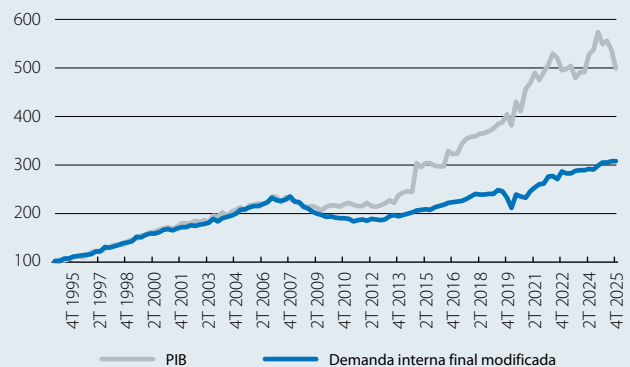


Nota: \* Media 2021-2025.

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

### PIB vs. demanda interna final modificada\*

Índice (100 = 1T 1995)



Nota: \* La demanda interna final modificada permite medir mejor el pulso de la actividad interna irlandesa, al centrarse en el consumo y la inversión vinculados a la actividad doméstica y excluir operaciones de multinacionales –como propiedad intelectual o leasing de aeronaves– que pueden distorsionar el PIB.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Central Statistical Office.

parte refleja el impacto de operaciones concentradas en Irlanda. Esta distinción es lo suficientemente importante como para que el propio BCE, en su cuadro de previsiones, incluya un cálculo del PIB de la eurozona basado en el PIB de Irlanda y otro en la MFDD.

Irlanda no distorsiona las estadísticas porque tenga un peso muy elevado dentro de la economía de la eurozona, las distorsiona porque es el país donde se registra una parte relevante de la economía intangible global. El PIB sigue siendo una variable imprescindible para analizar una economía, pero el caso de Irlanda recuerda que a veces hay que «rascar» más allá del titular para comprender la evolución de esta economía, así como para tomar el pulso de la eurozona de una forma más fiable.

Rita Sánchez Soliva

3. Véase: <https://www.cso.ie/en/interactivezone/statisticsexplained/nationalaccountsexplained/modifiedgni/>.

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

## ESTADOS UNIDOS

|                                                 | 2024  | 2025  | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|-------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Actividad</b>                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                        | 2,8   | 2,1   | 2,3     | 2,0     | 2,7     | 2,1     | –     | –     | –     |
| Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)    | 3,4   | 4,5   | 4,6     | 3,9     | 4,6     | 5,6     | 5,7   | 4,8   | ...   |
| Confianza del consumidor (valor)                | 104,5 | 96,1  | 97,4    | 94,2    | 90,7    | 92,2    | 92,2  | 90,2  | 89,4  |
| Producción industrial                           | –0,7  | 1,1   | 1,7     | 1,6     | 0,8     | 1,4     | 1,3   | 1,1   | ...   |
| Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor) | 48,2  | 48,9  | 48,7    | 48,2    | 52,6    | 53,3    | 53,3  | 55,6  | 54,6  |
| Viviendas iniciadas (miles, promedio mensual)   | 1.370 | 1.356 | 1.347   | 1.323   | 1.418   | 1.337   | 1.415 | 1.239 | ...   |
| Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (índice)  | 330   | 339   | 338     | 341     | 343     | 343     | 344   | ...   | ...   |
| Tasa de paro (% pobl. activa)                   | 4,0   | 4,3   | 4,3     | 4,5     | 4,3     | 4,3     | 4,2   | 4,1   | ...   |
| Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)              | 60,1  | 59,8  | 59,6    | 59,7    | 59,3    | 59,1    | 59,0  | 58,9  | ...   |
| Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)          | –2,8  | –3,3  | –3,4    | –3,1    | –2,5    | –2,3    | –2,3  | –2,3  | ...   |
| <b>Precios</b>                                  |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflación general                               | 3,0   | 2,7   | 2,9     | 2,7     | 2,7     | 3,9     | 3,5   | 3,4   | ...   |
| Inflación núcleo                                | 3,4   | 2,9   | 3,1     | 2,6     | 2,5     | 2,7     | 2,6   | 2,5   | ...   |

## JAPÓN

|                                               | 2024 | 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|-----------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Actividad</b>                              |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                      | 0,1  | 1,2  | 0,6     | 0,4     | 0,5     | 0,7     | –     | –     | –     |
| Confianza del consumidor (valor)              | 37,2 | 34,7 | 34,8    | 36,7    | 36,9    | 33,2    | 33,8  | 34,9  | 35,5  |
| Producción industrial                         | –3,0 | 0,1  | –1,1    | –1,3    | 1,2     | 1,9     | 3,1   | 4,2   | ...   |
| Índice actividad empresarial (Tankan) (valor) | 12,8 | 13,5 | 14,0    | 15,0    | 17,0    | 22,0    | –     | –     | –     |
| Tasa de paro (% pobl. activa)                 | 2,5  | 2,5  | 2,5     | 2,6     | 2,7     | 2,5     | 2,5   | 2,4   | ...   |
| Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)        | –1,0 | –0,6 | –0,5    | –0,4    | –0,3    | –0,2    | –0,2  | –0,3  | ...   |
| <b>Precios</b>                                |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflación general                             | 2,7  | 3,2  | 3,0     | 2,5     | 1,4     | 1,5     | 1,7   | 1,9   | ...   |
| Inflación subyacente                          | 2,5  | 3,0  | 3,2     | 3,0     | 2,5     | 1,8     | 1,7   | 1,9   | ...   |

## CHINA

|                                            | 2024 | 2025  | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|--------------------------------------------|------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Actividad</b>                           |      |       |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                   | 5,0  | 5,0   | 4,8     | 4,5     | 5,0     | 4,3     | –     | –     | –     |
| Ventas al por menor                        | 3,3  | 3,8   | 2,4     | 0,7     | 2,4     | 0,2     | 1,0   | 0,6   | ...   |
| Producción industrial                      | 5,6  | 5,9   | 5,8     | 5,0     | 6,0     | 4,6     | 5,3   | 4,5   | ...   |
| PMI manufacturas (oficial)                 | 49,8 | 49,6  | 49,5    | 49,4    | 49,6    | 50,2    | 50,3  | 49,2  | 49,8  |
| <b>Sector exterior</b>                     |      |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Balanza comercial <sup>1,2</sup>           | 997  | 1.186 | 1.174   | 1.186   | 1.174   | 1.176   | 1.176 | 1.190 | ...   |
| Exportaciones                              | 4,6  | 5,5   | 6,5     | 3,8     | 14,5    | 20,0    | 26,8  | 23,6  | ...   |
| Importaciones                              | 1,0  | 0,3   | 4,7     | 3,7     | 23,5    | 29,4    | 35,8  | 27,6  | ...   |
| <b>Precios</b>                             |      |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflación general                          | 0,2  | 0,1   | –0,2    | 0,6     | 0,8     | 1,1     | 1,0   | 0,5   | ...   |
| Tipo de interés de referencia <sup>3</sup> | 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     | 7,1     | 6,9     | 6,8     | 6,8   | 6,8   | 6,7   |

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

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



## EUROZONA

## Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

|                                              | 2024  | 2025  | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|----------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Ventas al por menor (variación interanual)   | 1,3   | 2,4   | 1,9     | 2,3     | 2,0     | 1,2     | 0,7   | ...   | ...   |
| Producción industrial (variación interanual) | -2,9  | 1,6   | 1,5     | 1,9     | -1,6    | 0,1     | 0,1   | ...   | ...   |
| Confianza del consumidor                     | -12,6 | -13,4 | -13,7   | -13,0   | -13,7   | -19,0   | -17,6 | -15,9 | -15,5 |
| Sentimiento económico                        | 95,9  | 95,9  | 95,8    | 97,0    | 98,1    | 94,5    | 95,6  | 97,1  | 98,4  |
| PMI manufacturas                             | 45,9  | 49,1  | 50,1    | 49,5    | 50,6    | 51,7    | 51,4  | 51,9  | 52,7  |
| PMI servicios                                | 51,5  | 51,3  | 50,9    | 53,0    | 51,2    | 48,2    | 49,4  | 51,7  | 51,6  |
| <b>Mercado de trabajo</b>                    |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Empleo (personas) (variación interanual)     | 1,0   | 0,7   | 0,7     | 0,7     | 0,5     | ...     | -     | -     | -     |
| Tasa de paro (% pobl. activa)                | 6,4   | 6,3   | 6,3     | 6,3     | 6,4     | 6,4     | 6,4   | 6,4   | ...   |
| Alemania (% pobl. activa)                    | 3,4   | 3,7   | 3,8     | 3,9     | 3,9     | 3,9     | 4,0   | 4,0   | ...   |
| Francia (% pobl. activa)                     | 7,4   | 7,7   | 7,8     | 8,0     | 8,2     | 8,3     | 8,3   | 8,3   | ...   |
| Italia (% pobl. activa)                      | 6,6   | 6,0   | 5,9     | 5,7     | 5,5     | 5,6     | 5,8   | 5,8   | ...   |
| PIB real (variación interanual)              | 1,0   | 1,3   | 1,2     | 1,1     | 0,5     | 1,0     | -     | -     | -     |
| Alemania (variación interanual)              | 0,0   | 0,3   | 0,3     | 0,3     | 0,7     | 1,0     | -     | -     | -     |
| Francia (variación interanual)               | 1,4   | 0,9   | 0,8     | 1,1     | 0,7     | 0,5     | -     | -     | -     |
| Italia (variación interanual)                | 0,6   | 0,7   | 0,7     | 0,9     | 0,8     | 1,0     | -     | -     | -     |

## Precios

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

|         | 2024 | 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|---------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General | 2,4  | 2,1  | 2,1     | 2,1     | 2,0     | 3,0     | 2,8   | 2,9   | 3,3   |
| Núcleo  | 2,8  | 2,4  | 2,3     | 2,4     | 2,3     | 2,4     | 2,4   | 2,5   | 2,4   |

## Sector exterior

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

|                                                            | 2024 | 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|------------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Saldo corriente</b>                                     | 3,0  | 2,0  | 2,2     | 2,0     | 2,1     | 2,1     | 2,1   | ...   | ...   |
| Alemania                                                   | 5,8  | 4,5  | 4,6     | 4,5     | 4,3     | 4,4     | 4,4   | ...   | ...   |
| Francia                                                    | -0,3 | -0,4 | -0,5    | -0,4    | -0,3    | -0,5    | -0,5  | ...   | ...   |
| Italia                                                     | 1,1  | 1,1  | 1,1     | 1,1     | 1,4     | 1,3     | 1,3   | ...   | ...   |
| <b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b> | 94,2 | 96,1 | 97,8    | 97,5    | 97,2    | 96,7    | 96,1  | 96,1  | 96,9  |

## Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

|                                                                                          | 2024 | 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Financiación del sector privado</b>                                                   |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>                                         | 0,8  | 2,7  | 2,9     | 3,0     | 3,0     | 3,8     | 4,0   | 4,4   | ...   |
| Crédito a hogares <sup>2,3</sup>                                                         | 0,5  | 2,2  | 2,5     | 2,9     | 3,0     | 3,0     | 3,0   | 3,1   | ...   |
| Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)              | 4,9  | 3,4  | 3,2     | 3,3     | 3,3     | 3,4     | 3,6   | 3,6   | ...   |
| Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%) | 4,6  | 3,7  | 3,6     | 3,5     | 3,5     | 3,6     | 3,7   | 3,7   | ...   |
| <b>Depósitos</b>                                                                         |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos a la vista                                                                     | -3,9 | 5,0  | 5,6     | 5,4     | 5,2     | 3,9     | 3,6   | 3,3   | ...   |
| Otros depósitos a corto plazo                                                            | 12,4 | -0,1 | -1,5    | -1,0    | -0,2    | 1,7     | 2,8   | 3,8   | ...   |
| Instrumentos negociables                                                                 | 20,0 | 7,7  | 4,4     | 0,9     | 0,8     | 2,8     | 4,4   | 4,2   | ...   |
| Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)                          | 3,0  | 1,9  | 1,7     | 1,8     | 1,8     | 1,9     | 2,0   | 2,1   | ...   |

**Notas:** 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

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



## La economía española resiste el embate energético

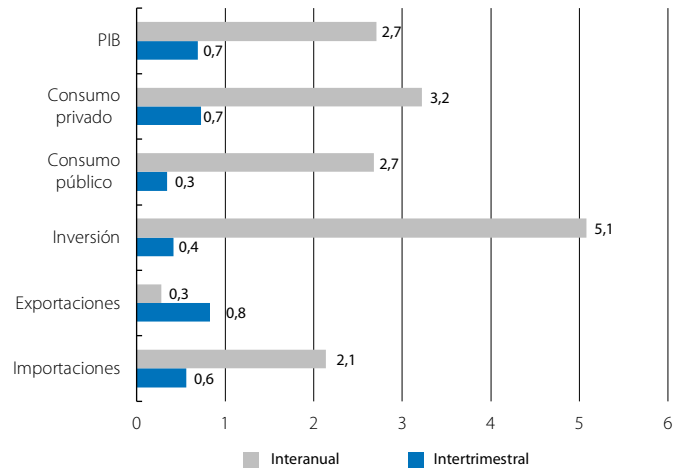
La economía española mantiene un crecimiento notable, aunque el recrudecimiento del conflicto entre EE. UU. e Irán vuelve a tensionar el escenario. A pesar de las dificultades del entorno internacional, la economía española volvió a demostrar su capacidad de resiliencia con un avance del PIB del 0,7% intertrimestral en el 2T 2026: 0,1 p. p. más que en el trimestre anterior y 0,2 p. p. por encima de la que era nuestra previsión. La composición también fue favorable, con avances sustanciales tanto del consumo privado como de la inversión. Las exportaciones de servicios también exhibieron un buen comportamiento. El dato, que reafirmó la resiliencia de la economía, introduce un sesgo al alza sobre nuestra previsión de crecimiento del 2,4% para 2026. No obstante, la reanudación de las hostilidades entre EE. UU. e Irán que se ha producido desde julio y las dificultades para normalizar el tránsito por el estrecho de Ormuz han impulsado de nuevo al alza los precios del petróleo y del gas. Este encarecimiento energético ya se está trasladando a la inflación y obliga a mantener la cautela. Con todo, la economía afronta este nuevo embate desde una posición de fortaleza.

Los primeros indicadores disponibles del 3T apuntan a que la actividad mantiene un buen tono, aunque hay claroscuros. En julio y agosto, el PMI de servicios repuntó sustancialmente, hasta alcanzar un promedio de 58,1 puntos, frente a los 50,7 puntos del promedio del trimestre anterior. Es una cota elevada que denota un ritmo sustancial de crecimiento en el sector. Por su parte, el PMI del sector manufacturero se ha moderado ligeramente, hasta situarse en un promedio de 49,9 puntos en julio y agosto, frente a los 50,9 puntos del 2T, lo que apunta a que el crecimiento en el sector en lo que llevamos de trimestre podría haberse estancado. Las señales procedentes del consumo fueron menos favorables: las ventas minoristas, en términos reales y corregidas de estacionalidad, retrocedieron un 0,3% interanual en julio, frente al crecimiento del 0,8% registrado en el 2T. Con todo, el vigor de los servicios y la evolución favorable del turismo, que comentaremos más adelante, sugieren que la economía continúa avanzando a un ritmo dinámico al inicio del 3T, aunque el repunte de la inflación podría moderar progresivamente el gasto de los hogares.

El mercado laboral mantiene su fortaleza, pero la regularización dificulta la lectura de sus dinámicas de fondo. La afiliación cayó en agosto en 162.840 personas, un descenso menor que el habitual en este mes (unas 193.000 personas en el promedio de los agostos de 2023-2025), y aumentó en cerca de 84.000 afiliados en términos desestacionalizados, un avance sustancial, superior, por ejemplo, al incremento promedio en el 1T 2026, de cerca de 50.000 afiliados. No obstante, este comportamiento se explica en buena medida por la incorporación de trabajadores procedentes del proceso extraordinario de regularización. En agosto, la afiliación extranjera aumentó

### España: crecimiento del PIB y sus componentes en el 2T 2026

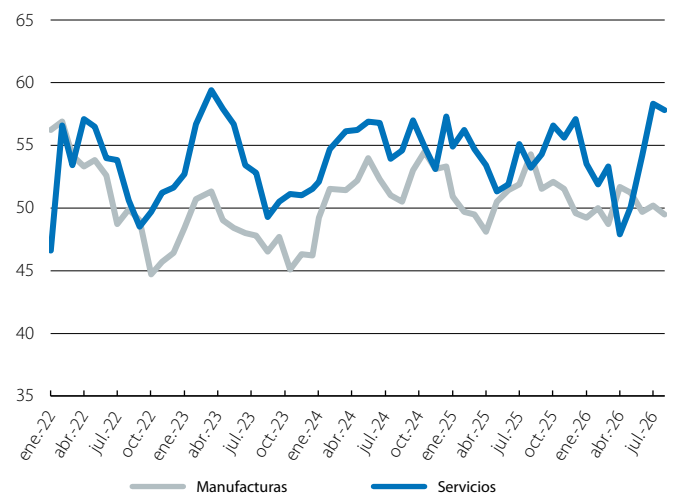
Variación (%)



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

### España: PMI

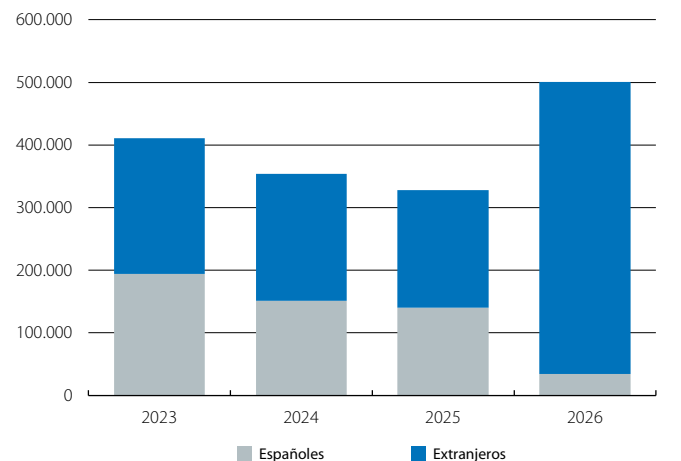
Nivel



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

### España: afiliación a la Seguridad Social en los meses de agosto

Variación acumulada en el año (miles)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Seguridad Social.

en casi 40.000 personas, muy por encima del retroceso que suele experimentar en los meses de agosto. En cambio, la evolución de los afiliados nacionales envía un mensaje en dirección contraria, ya que descendió en cerca de 200.000, una caída superior a los 172.000 que registró en promedio entre los años 2023 y 2025.

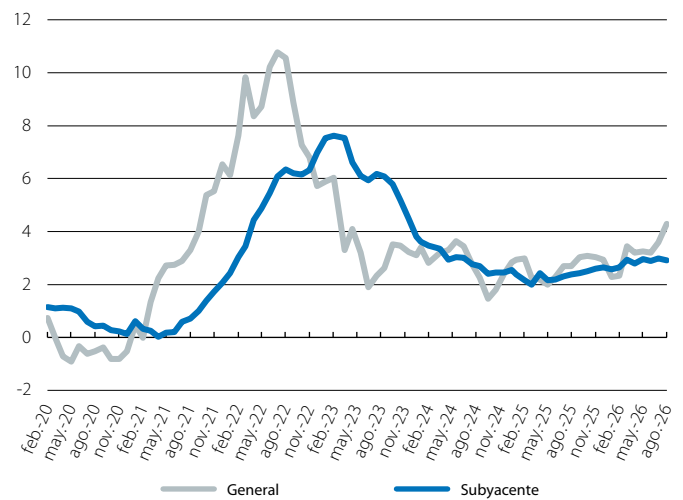
**El encarecimiento de los carburantes lleva la inflación por encima del 4% y sesga al alza las previsiones.** La inflación general aumentó 7 décimas en agosto, hasta el 4,3%, mientras que la subyacente descendió 1 décima, hasta el 2,9%. El repunte se concentró principalmente en la energía, cuyo precio aumentó un 17% en términos interanuales, impulsado por el incremento del precio del petróleo y por la reducción parcial de las bonificaciones a los carburantes. Entre el 1 y el 27 de agosto, el precio de la gasolina aumentó un 7,6% intermensual y el del gasóleo, un 12,4%. En cambio, la moderación de la inflación de los componentes subyacentes apunta a que, por ahora, el *shock* se mantiene acotado al ámbito energético. La excepción es el componente de los servicios, cuya inflación se mantiene relativamente elevada, en el 3,8%, condicionada por la evolución de los precios de los servicios relacionados con el turismo. El enquistamiento del conflicto en el golfo Pérsico ha mantenido las expectativas de mercado de los precios de la energía en niveles superiores a los contemplados en nuestro escenario, lo que introduce riesgos al alza sobre nuestra previsión de inflación media del 3,2% para 2026.

**El turismo confirma una temporada alta sólida y continúa actuando como amortiguador del shock.** En julio, llegaron a España cerca de 11,5 millones de turistas internacionales y gastaron 18.218 millones de euros, un 4,6% y un 10,9% más que un año antes, respectivamente. Son cifras muy superiores a las que experimentó el sector en julio de 2025, cuando las llegadas y el gasto crecieron un 1,6% y un 5,9%, respectivamente. Estos resultados son coherentes con la redirección hacia España de parte de los flujos turísticos internacionales debido al conflicto en Oriente Próximo y confirman que el sector mantiene una elevada capacidad de tracción. No obstante, el encarecimiento del transporte y la pérdida de poder adquisitivo en los mercados emisores podrían limitar gradualmente este impulso si las tensiones energéticas se prolongan.

**La actividad residencial repunta ligeramente en junio, pero la tendencia de fondo sigue siendo de moderación.** Las compraventas de vivienda aumentaron un 1,6% interanual en junio, tras varios meses de retrocesos, y el volumen acumulado en los últimos 12 meses se situó en las 704.000 operaciones. Se trata de un nivel históricamente elevado, lo que aconseja interpretar la moderación como una normalización y no como un cambio de ciclo. Sin embargo, el fuerte aumento de los precios reduce progresivamente la capacidad de compra de los hogares. A ello se suma el endurecimiento de las condiciones financieras: en enero de 2026, el euríbor a 12 meses se situó cerca del 2,2%, mientras que en agosto ya rondaba el 3%. Por tanto, es de esperar que la actividad residencial siga perdiendo algo de impulso en los próximos meses.

## España: IPC

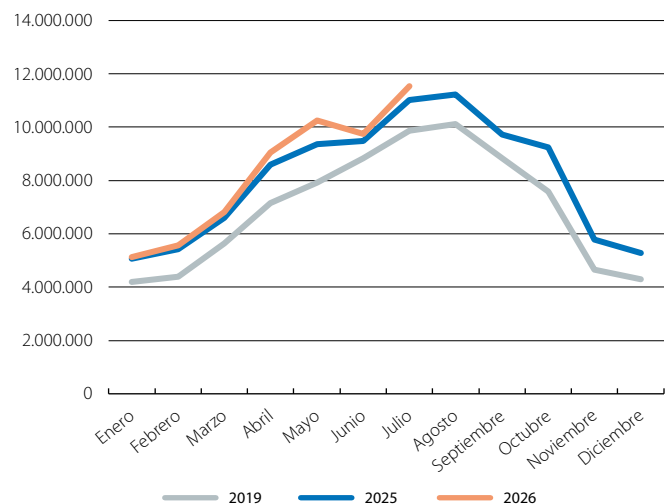
Variación interanual (%)



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

## España: turistas extranjeros

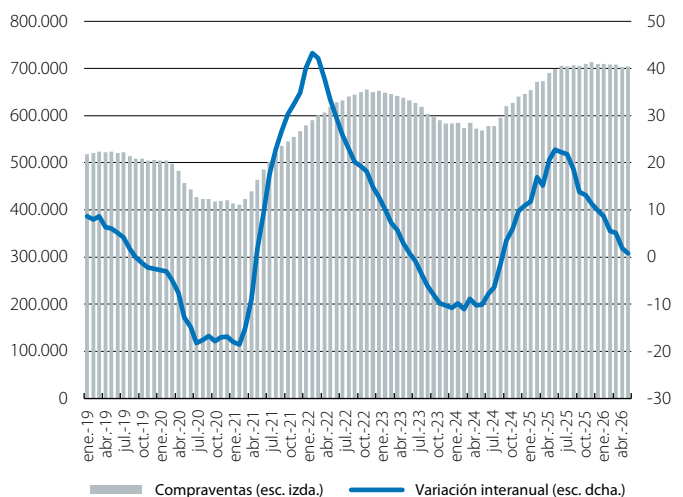
Número



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

## España: compraventas de vivienda

Acumulado de 12 meses



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

## El sector exterior español impulsa la fase expansiva pospandemia

Las exportaciones españolas se han erigido como uno de los motores de crecimiento económico en la actual fase expansiva tras la crisis pandémica de 2020. El peso de las exportaciones sobre el PIB ya se sitúa en el 36,0%, superando los registros prepandemia (34,7% en 2019) y, aún más, los de 2007 (25,9%), antes del estallido de la crisis financiera. En este artículo, analizamos su evolución durante este ciclo expansivo y entramos en el detalle por tipo de bienes y servicios, comparándolo con el ciclo expansivo anterior (2014-2019), para entender de dónde proviene la mejora del comportamiento del sector exterior.

### Las exportaciones de bienes pierden dinamismo

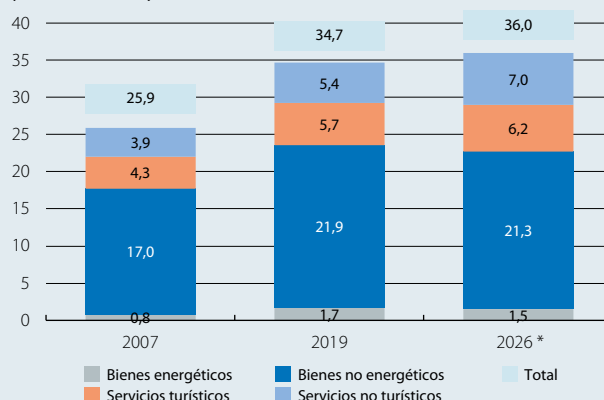
En el ámbito de los bienes, las exportaciones han mostrado una pérdida de dinamismo en los últimos años. Por un lado, la contribución de las exportaciones de bienes al crecimiento del PIB real ha disminuido considerablemente, al pasar de 0,75 p. p. de media anual en 2014-2019 a 0,0 p. p. en 2020-2026 (véase el segundo gráfico). Tal y como se puede ver en el tercer gráfico, la pérdida de dinamismo es generalizada, excepto en las exportaciones de otros productos.<sup>1</sup> La ralentización es especialmente marcada en maquinaria y equipo de transporte, posiblemente reflejo de las dificultades que atraviesa el sector del automóvil; en manufacturas y en alimentación, esta última muy afectada por el mal comportamiento del sector en 2022 y 2023, fruto de la sequía que asoló el país.

Por destino de las exportaciones, no se observan cambios sustanciales respecto al periodo prepandemia. Los países de la eurozona siguen siendo nuestros principales clientes e, incluso, aumentan su peso sobre el total, al pasar del 51,8% en 2014-2019 al 54,0% en 2020-2026. Francia y Alemania se sitúan a la cabeza, aunque pierden algo de protagonismo (0,1 y 0,6 puntos, respectivamente), un deterioro contrarrestado ampliamente por Portugal y Bélgica, que ganan 1,1 y 1,0 puntos (véase el cuarto gráfico). Dentro del *top 10* de destinos, destaca principalmente la caída en la cuota del Reino Unido (casi 1 punto), relacionada con el *brexit*.

### Las exportaciones de servicios, el pilar del crecimiento

Por lo que respecta a las exportaciones de servicios, cabe distinguir entre los servicios turísticos y los no turísticos. Los turísticos siguen siendo un pilar fundamental del sector exterior español y su aportación al crecimen-

### España: exportaciones de bienes y servicios (% sobre el PIB)

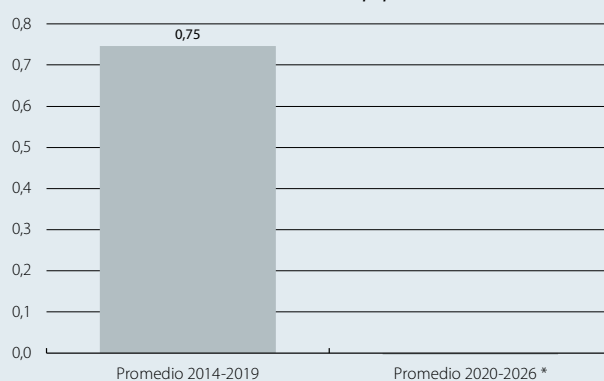


**Nota:** Datos de comercio de bienes según la clasificación CUCI. \* Datos acumulados de 12 meses hasta mayo.

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

### España: exportaciones de mercancías

Contribución al crecimiento del PIB real (p. p.)

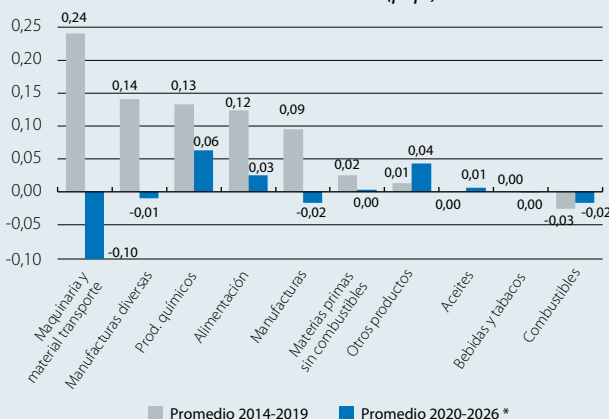


**Nota:** \* Datos acumulados hasta el 2T.

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

### España: exportaciones de mercancías

Contribución al crecimiento del PIB real (p. p.)



**Nota:** \* Datos acumulados hasta junio.

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

1. Incluye principalmente mercancías y paquetes postales no clasificados, monedas sin curso legal y oro no monetario.

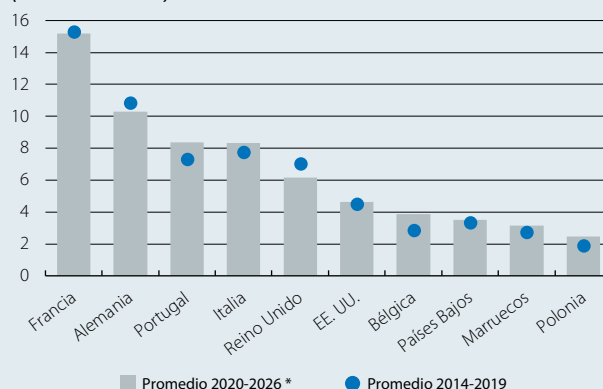
to medio del PIB real se ha mantenido similar al del periodo prepandemia (0,24 p. p. en 2014-2019 y 0,23 p. p. en 2020-2026). Sin embargo, en este artículo nos queremos centrar en el capítulo de exportaciones de servicios no turísticos, donde vemos una mejoría. En particular, están contribuyendo de manera significativa al crecimiento del PIB real, al aportar 0,55 puntos de media anual en 2020-2026, por encima de los 0,33 puntos del periodo 2014-2019.

Desafortunadamente, no disponemos de índices de precios para los componentes de los servicios no turísticos, por lo que el análisis de la contribución al crecimiento de cada tipología de servicio debe realizar a partir de los datos nominales.<sup>2</sup> Como se observa en el último gráfico, destacan las contribuciones al crecimiento del PIB nominal de los servicios empresariales (0,3 puntos), de transporte y tecnológicos (0,1 puntos en ambos casos); los primeros, además, son los que más aumentan (2 décimas) su aportación respecto al periodo anterior.

En consecuencia, asistimos a una transformación estructural del sector exterior español, dado que el crecimiento se alimenta cada vez más de las exportaciones de alto valor añadido, en especial de servicios empresariales y tecnológicos. Se trata de actividades intensivas en conocimiento, que generan empleo cualificado –y mejor remunerado– y suelen tener productividades y márgenes relativamente elevados. En definitiva, además de exportar bienes y atraer turistas, España está exportando cada vez más conocimiento, tecnología y servicios profesionales.

Catalina Becu y Sergio Díaz

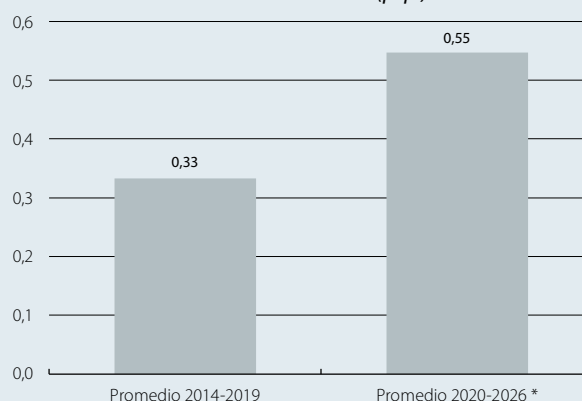
### España: exportaciones de mercancías por principales destinos (% sobre el total)



**Nota:** \* Datos acumulados de 12 meses hasta mayo.

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

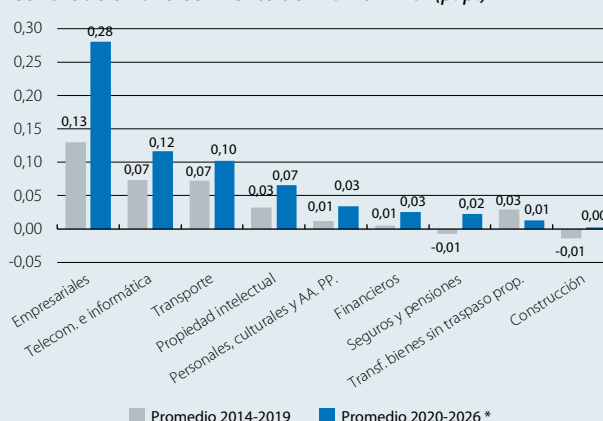
### España: exportaciones de servicios no turísticos Contribución al crecimiento del PIB real (p. p.)



**Nota:** \* Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el 1T.

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

### España: exportaciones de servicios no turísticos Contribución al crecimiento del PIB nominal (p. p.)



**Nota:** \* Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el 1T.

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

2. De todas formas, la aportación media anual de las exportaciones de servicios no turísticos al crecimiento del PIB nominal es muy similar a la del real: ha pasado de 0,33 a 0,66 puntos, por lo que el análisis de las contribuciones al PIB nominal sigue siendo informativo.

## ¿Cómo compramos? Scroll down & click!

El consumo es uno de los principales motores de la economía española. En los últimos años, ha crecido a un ritmo cercano al 3% en términos reales. Hasta aquí, pocas sorpresas. Donde sí se han producido cambios profundos es en la manera de consumir, especialmente para determinados grupos de población y en algunos sectores concretos. Muchas personas siguen desplazándose a la tienda física para ver, tocar y probar el producto antes de adquirirlo. Sin embargo, cada vez son más los que realizan sus compras desde el canal digital. Algunos, de hecho, ya realizan la mayor parte de su gasto en línea. ¿Quiénes son estos consumidores digitales? ¿Y en qué sectores tienen una mayor presencia?

El comercio electrónico dio un salto adelante durante la pandemia.<sup>1</sup> Aunque las compras en línea ya venían ganando terreno antes de 2020, las restricciones a la movilidad llevaron a muchas personas a descubrir las ventajas de comprar desde casa. Desde entonces, el peso del gasto realizado por canales digitales sobre el gasto total realizado con tarjetas y reintegros no ha dejado de aumentar y ya acumula un incremento de casi 10 p. p. respecto a 2019 (véase el primer gráfico).

El avance ha sido generalizado. El aumento de las compras en línea se ha producido tanto en las ciudades como en las zonas rurales y en todos los niveles de renta. Antes de la pandemia, el peso del comercio electrónico era muy similar entre los distintos grupos de ingresos, y sigue siéndolo en la actualidad, aunque en niveles significativamente más elevados.

Lo que marca la diferencia en los patrones de consumo son la edad y el sector (véase el segundo gráfico). Los jóvenes

### España: peso del consumo mediante comercio electrónico



**Notas:** El gasto en línea incluye las compras realizadas por canales digitales con tarjetas emitidas por CaixaBank. El gasto total realizado con tarjeta incluye todas las compras realizadas con tarjeta (presenciales y en línea). El gasto total añade, además, los reintegros en efectivo realizados en cajeros. Para 2026, datos hasta junio.

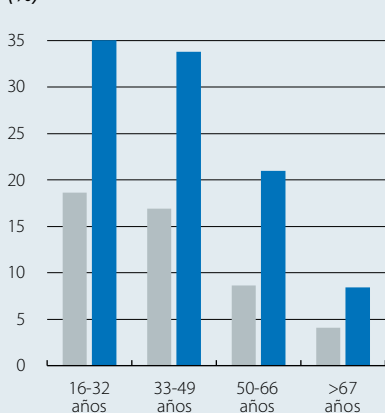
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos internos.

son, con diferencia, el colectivo que destina una mayor proporción de su gasto al canal digital. Ya eran los más digitalizados antes de la pandemia, y, además, son los que han protagonizado el mayor cambio de comportamiento. En el otro extremo, las personas de mayor edad apenas han modificado sus hábitos de compra y el gasto que realizan en línea sigue representando menos del 10% de su gasto total.

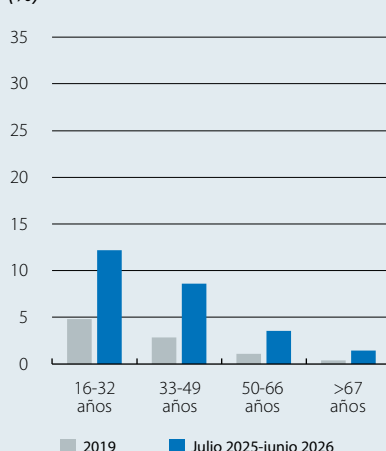
No parece que, a medida que transcurran los años, vayamos abandonando el comercio electrónico. Más bien ocurre lo contrario: cuanto más tiempo pasa, más difícil resulta modificar los hábitos de consumo adquiridos. Así, las generaciones de mayor edad, que a lo largo de su vida

### España: peso del consumo mediante comercio electrónico, por edades y años

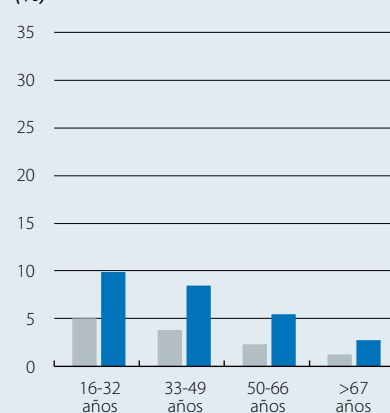
#### Gasto en moda (%)



#### Gasto en bares y restaurantes (%)



#### Gasto en supermercados y alimentación (%)



**Nota:** Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank.

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

1. Estudio realizado con datos anonimizados a partir del gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank.



habían comprado en establecimientos físicos, se mantienen fieles a este canal. Las personas de mediana edad han incrementado de forma notable su gasto digital y mantienen ese patrón a medida que cumplen años. Y todo apunta a que los jóvenes de hoy tampoco revertirán esta tendencia con el paso del tiempo. De hecho, las nuevas generaciones compran más por internet que los jóvenes de antes de la pandemia, y aquellos jóvenes de entonces, ahora algo más mayores, siguen comprando más en línea que las generaciones precedentes cuando tenían su misma edad (véase el tercer gráfico).

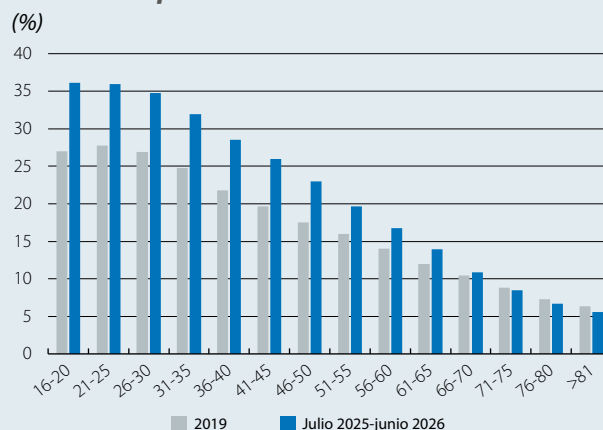
El sector en el que el comercio electrónico ha alcanzado una mayor penetración es el de la moda. Tanto jóvenes como adultos realizan ya alrededor de un tercio de su gasto en este ámbito a través de canales digitales. Es también en el sector de la moda donde se concentra una mayor proporción de consumidores eminentemente digitales: alrededor del 20% de los jóvenes y de los adultos realizan más de la mitad de sus compras en línea (véase el cuarto gráfico). Incluso entre las personas mayores se observan cambios significativos, ya que cerca del 8% de sus compras de moda se efectúan por internet.<sup>2</sup>

En restauración, y en supermercados y alimentación, el peso de las compras digitales también ha aumentado en los últimos años, especialmente entre los jóvenes, aunque sigue siendo inferior al observado en la moda. Ello no impide que, en determinados momentos, se produzcan repuntes muy significativos y que rompan con los patrones habituales. Durante el Mundial de fútbol, por ejemplo, los días en que jugó la selección española, el gasto presencial en los bares aumentó un 36,3% respecto a un día normal. Al mismo tiempo, el gasto en restauración realizado a través de canales digitales creció un 43,3%.

Esta vez, el aumento del gasto presencial estuvo impulsado principalmente por los más jóvenes: su gasto en bares se disparó un 70,6% mientras jugaba la selección (véase el quinto gráfico). El aumento del gasto en restauración digital fue más generalizado, aunque también fueron los jóvenes los que aumentaron más los pedidos para comer en casa mientras seguían el partido. Las formas de consumir son distintas. Las ganas de celebrar, no tanto.

*Oriol Aspachs y Eduard Alcobé*

### España: peso del gasto en comercio electrónico por cohorte de edad en 2019

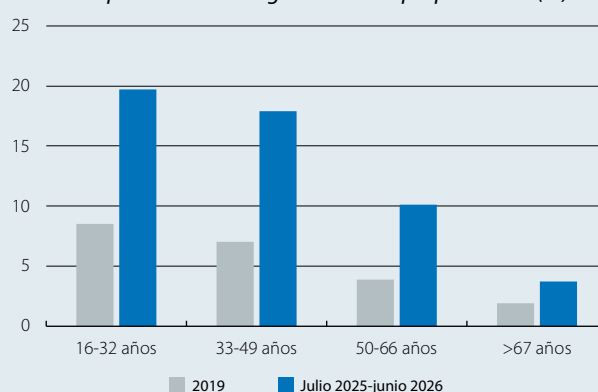


**Nota:** Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank.

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

### España: consumidores digitales en moda, por edades y años

Personas que realizan más gasto online que presencial (%)

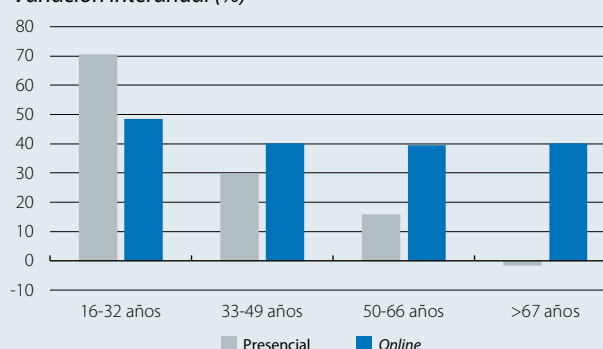


**Nota:** Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank.

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

### España: impacto del Mundial de fútbol por grupos de edad

Variación interanual (%)



**Nota:** Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank durante las horas en torno a los partidos de la selección española durante el Mundial de fútbol 2026 respecto a un día equivalente del año anterior.

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

2. El gasto realizado en grandes plataformas no puede categorizarse y representa aproximadamente un 20% del gasto total en línea.



**Indicadores de actividad y empleo**

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

|                                                | 2024  | 2025  | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Industria</b>                               |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Índice de producción industrial                | 0,4   | 1,3   | 2,4     | 1,8     | 0,5     | 2,1     | 1,1   | ...   | ...   |
| Indicador de confianza en la industria (valor) | -4,9  | -4,8  | -5,0    | -3,9    | -3,1    | -4,0    | -3,1  | -2,5  | -3,7  |
| PMI de manufacturas (valor)                    | 52,2  | 50,9  | 52,6    | 51,1    | 49,3    | 50,9    | 49,7  | 50,2  | 49,5  |
| <b>Construcción</b>                            |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Visados de obra nueva (acum. 12 meses)         | 16,7  | 8,8   | 7,9     | 8,8     | ...     | ...     | ...   | ...   | ...   |
| Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)      | 9,7   | 11,4  | 18,6    | 11,4    | 5,5     | 0,8     | 0,8   | ...   | ...   |
| Precio de la vivienda                          | 8,4   | 12,7  | 12,8    | 12,9    | 12,9    | ...     | ...   | ...   | ...   |
| <b>Servicios</b>                               |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Turistas extranjeros (acum. 12 meses)          | 10,1  | 3,2   | 4,3     | 3,2     | 2,7     | 3,2     | 3,2   | 3,5   | ...   |
| PMI de servicios (valor)                       | 55,3  | 54,5  | 54,2    | 56,4    | 52,9    | 50,7    | 54,2  | 58,3  | 57,8  |
| <b>Consumo</b>                                 |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Ventas comercio minorista <sup>1</sup>         | 1,7   | 4,3   | 4,5     | 4,1     | 3,3     | 0,8     | 0,6   | -0,3  | ...   |
| Matriculaciones de automóviles                 | 7,2   | 12,9  | 16,9    | 8,0     | 7,6     | 5,0     | 7,8   | 3,7   | 11,8  |
| Indicador de sentimiento económico (valor)     | 103,1 | 103,1 | 102,7   | 104,3   | 105,2   | 102,9   | 103,4 | 104,3 | 102,1 |
| <b>Mercado de trabajo</b>                      |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Población ocupada <sup>2</sup>                 | 2,2   | 2,6   | 2,6     | 2,8     | 2,4     | 2,3     | ...   | ...   | ...   |
| Tasa de paro (% de la población activa)        | 11,3  | 10,5  | 10,5    | 9,9     | 10,8    | 9,9     | ...   | ...   | ...   |
| Afiliados a la Seguridad Social <sup>3</sup>   | 2,4   | 2,3   | 2,3     | 2,4     | 2,3     | 2,6     | 2,8   | 2,9   | 3,1   |
| <b>PIB</b>                                     | 3,5   | 2,8   | 2,7     | 2,7     | 2,7     | 2,7     | ...   | ...   | ...   |

**Precios**

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

|            | 2024 | 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General    | 2,8  | 2,7  | 2,8     | 3,0     | 2,7     | 3,2     | 3,2   | 3,6   | 4,3   |
| Subyacente | 2,9  | 2,3  | 2,4     | 2,6     | 2,7     | 2,9     | 2,9   | 3,0   | 2,9   |

**Sector exterior**

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

|                                                      | 2024  | 2025  | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Comercio de bienes</b>                            |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | 0,2   | 0,7   | 0,8     | 0,7     | 0,2     | 1,2     | 1,2   | ...   | ...   |
| Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | 0,1   | 4,6   | 4,6     | 4,6     | 1,7     | 4,5     | 4,5   | ...   | ...   |
| <b>Saldo corriente</b>                               | 50,7  | 49,5  | 48,2    | 49,5    | 48,6    | 40,5    | 40,5  | ...   | ...   |
| Bienes y servicios                                   | 66,3  | 64,7  | 62,5    | 64,7    | 67,1    | 62,2    | 62,2  | ...   | ...   |
| Rentas primarias y secundarias                       | -15,7 | -15,1 | -14,3   | -15,1   | -18,6   | -21,6   | -21,6 | ...   | ...   |
| <b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b> | 68,7  | 66,9  | 66,6    | 66,9    | 65,8    | 57,6    | 57,6  | ...   | ...   |

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

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

|                                          | 2024 | 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Depósitos</b>                         |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos de hogares y empresas          | 5,1  | 4,8  | 4,9     | 4,8     | 5,5     | 5,0     | 5,0   | 4,8   | ...   |
| A la vista y preaviso                    | 2,0  | 6,7  | 7,2     | 6,7     | 7,1     | 5,0     | 5,0   | 4,2   | ...   |
| A plazo y cesiones temporales (repo)     | 23,5 | -4,7 | -6,6    | -4,7    | -2,2    | 5,4     | 5,4   | 8,0   | ...   |
| Depósitos de AA. PP. <sup>5</sup>        | 23,1 | 4,9  | 7,2     | 4,9     | 5,0     | 8,5     | 8,5   | 4,6   | ...   |
| <b>TOTAL</b>                             | 6,3  | 4,8  | 5,1     | 4,8     | 5,5     | 5,3     | 5,3   | 4,8   | ...   |
| <b>Saldo vivo de crédito</b>             |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Sector privado                           | 0,7  | 3,5  | 2,8     | 3,5     | 3,8     | 2,0     | 2,0   | 3,3   | ...   |
| Empresas no financieras                  | 0,4  | 2,9  | 2,3     | 2,9     | 3,7     | 3,8     | 3,8   | 4,5   | ...   |
| Hogares - viviendas                      | 0,3  | 3,5  | 2,9     | 3,5     | 3,7     | 3,7     | 3,7   | 3,8   | ...   |
| Hogares - otras finalidades              | 2,3  | 4,6  | 3,7     | 4,6     | 4,3     | -6,8    | -6,8  | -0,9  | ...   |
| Administraciones públicas                | -2,6 | 10,7 | 12,9    | 10,7    | 8,1     | 8,3     | 8,3   | 2,5   | ...   |
| <b>TOTAL</b>                             | 0,5  | 3,9  | 3,4     | 3,9     | 4,1     | 2,4     | 2,4   | 3,3   | ...   |
| <b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b> | 3,3  | 2,7  | 2,9     | 2,7     | 2,6     | 2,5     | 2,5   | ...   | ...   |

**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 economía portuguesa sorprende en positivo en el 2T

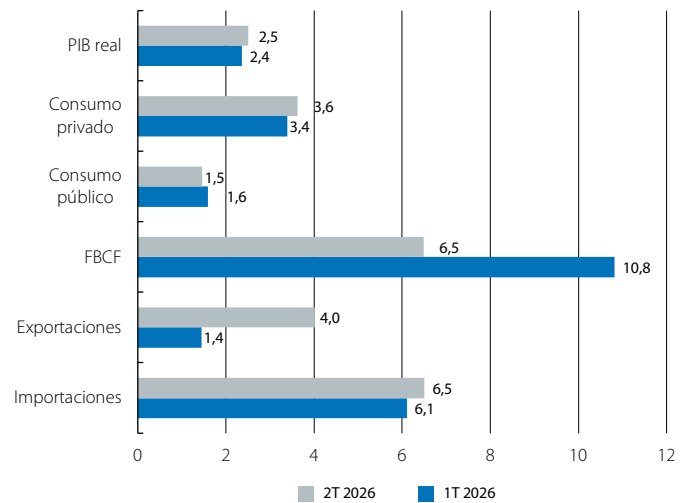
**El PIB supera las expectativas en el 2T: creció un 0,8% intertrimestral y un 2,5% interanual.** La demanda interna contribuyó con 3,8 p. p. al crecimiento interanual, 8 décimas menos que en el 1T 2026, debido al enfriamiento de la contribución de la inversión, que había registrado un crecimiento excepcionalmente elevado en el trimestre anterior. Por su parte, el consumo mantuvo un comportamiento robusto. La contribución de la demanda externa se volvió menos negativa, situándose en -1,3 p. p., gracias al mayor dinamismo de las exportaciones, que crecieron un 4,0%. Las importaciones siguieron creciendo con fuerza, sobre todo los servicios (+16,0%, 8,8 p. p. más que en el 1T 2026), mientras que las importaciones de bienes se desaceleraron. El buen desempeño de la economía portuguesa este trimestre introduce riesgos al alza para nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2026 (1,8%), ya que siguen activos varios factores de apoyo a la actividad, como la fortaleza del mercado laboral y la recta final de la ejecución de los fondos NGEU.

**La inflación se aceleró en agosto, mientras que el mercado laboral se mantuvo estable.** La inflación general alcanzó el 3,3% (vs. 3,0% en julio). Según la estimación rápida del INE, este aumento se explicó casi íntegramente por el encarecimiento de los combustibles, que ha llevado al deterioro del componente energético de la inflación (+12,2% interanual, frente al 8,7% de julio). La inflación de los alimentos no elaborados se desaceleró hasta el 3,4% (vs. 3,7% en julio). Por su parte, la inflación subyacente sigue mostrando una evolución más contenida (2,7%, 0,1 p. p. más que en julio) y, de momento, no se observan señales de contagio de los bienes energéticos a otros componentes de la cesta. La tasa de paro se mantuvo en el 5,7% en julio, mientras que la población ocupada se situó en 5,347 millones de personas, un 0,1% menos que en junio, pero mantuvo una tendencia positiva (+1,5% con respecto a julio de 2025), lo que sugiere que el mercado laboral seguirá mostrando solidez en los próximos meses, aunque con señales de estabilización.

**El turismo crece de forma moderada y las cuentas externas registran el peor resultado desde 2022.** Los establecimientos de alojamiento turístico registraron 3,4 millones de huéspedes (+1,0% interanual) y 9,6 millones de pernoctaciones (+2,1% interanual). Con ello, el crecimiento acumulado del número de turistas y de pernoctaciones en lo que va de año se sitúa en el 1,8% y el 1,5%, respectivamente, impulsado, sobre todo, por el buen comportamiento del turismo de residentes. Por su parte, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital se situó en 1.201 millones de euros (acumulado hasta junio), una reducción de 1.013 millones de euros respecto al mismo periodo del año anterior. Esta evolución refleja el deterioro del saldo de la balanza corriente en 2.338 millones de euros y, en concreto, de la balanza de bienes (-2.508 millones de euros), sobre todo por la componente no energética. El saldo de la balanza de servicios se mantuvo prácticamente estancado (+34 millones de euros), ya que el incremento del excedente del sector turístico fue contrarrestado por la reducción en los servicios no turísticos.

### Portugal: crecimiento del PIB real

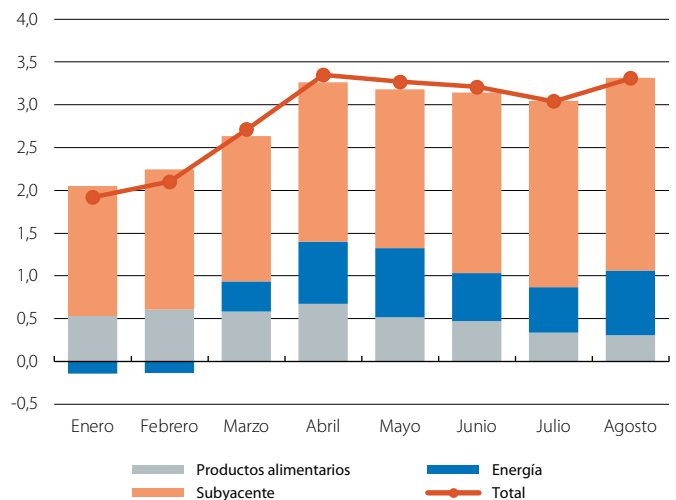
Variación interanual (%)



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

### Portugal: IPC

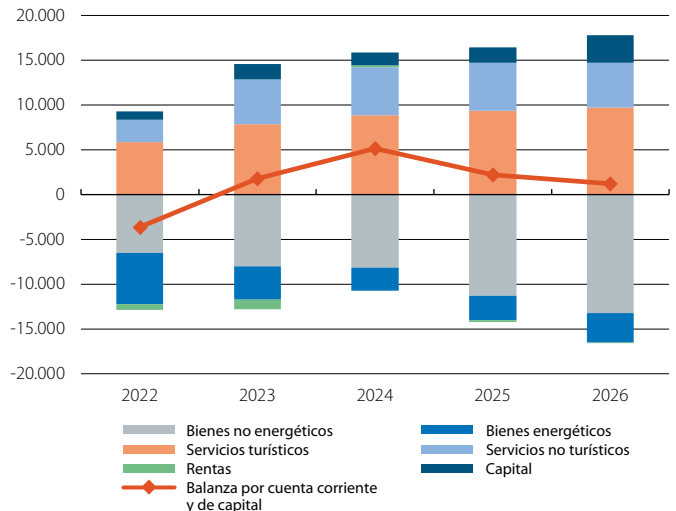
Variación interanual (%) y contribuciones (p. p.)



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

### Portugal: balanzas corriente y de capital

Acumulado hasta junio (millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Banco de Portugal.

**Indicadores de actividad y empleo**

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

|                                                                 | 2024  | 2025  | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|-----------------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Índice coincidente de actividad                                 | 2,0   | 2,0   | 2,0     | 2,3     | 2,2     | 2,1     | 2,2   | 2,4   | ...   |
| <b>Industria</b>                                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Índice de producción industrial                                 | 0,8   | 0,7   | 3,3     | 0,6     | 0,4     | -0,7    | -1,1  | -1,4  | ...   |
| Indicador de confianza en la industria (valor)                  | -6,2  | -4,0  | -3,2    | -2,9    | -2,1    | -3,6    | -4,4  | -4,3  | -4,4  |
| <b>Construcción</b>                                             |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas) | 6,5   | 21,4  | 9,1     | 16,9    | -3,1    | 5,6     | 6,3   | ...   | ...   |
| Compraventa de viviendas                                        | 14,5  | 15,5  | 3,8     | -4,7    | -8,7    | ...     | -     | -     | -     |
| Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)        | 8,5   | 17,4  | 18,2    | 18,4    | 17,5    | 16,7    | 16,6  | 15,2  | ...   |
| <b>Servicios</b>                                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Turistas extranjeros (acum. 12 meses)                           | 6,3   | 1,9   | 2,5     | 1,7     | 2,1     | ...     | 1,5   | 1,0   | ...   |
| Indicador de confianza en los servicios (valor)                 | 5,5   | 10,1  | 11,6    | 7,7     | 6,0     | 8,2     | 8,5   | 8,4   | 8,4   |
| <b>Consumo</b>                                                  |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Ventas comercio minorista                                       | 3,3   | 5,3   | 5,8     | 5,3     | 4,4     | 3,6     | 2,7   | 3,0   | ...   |
| Indicador coincidente del consumo privado                       | 2,8   | 3,4   | 3,2     | 3,4     | 3,3     | 2,9     | 2,8   | 2,8   | ...   |
| Indicador de confianza de los consumidores (valor)              | -18,0 | -16,2 | -16,2   | -15,2   | -16,2   | -25,6   | -25,9 | -22,6 | -20,5 |
| <b>Mercado de trabajo</b>                                       |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Población ocupada                                               | 1,2   | 3,2   | 3,7     | 3,7     | 2,3     | 2,9     | 2,2   | 1,6   | ...   |
| Tasa de paro (% de la población activa)                         | 6,4   | 6,0   | 5,8     | 5,8     | 6,1     | 5,3     | 5,7   | 5,7   | ...   |
| <b>PIB</b>                                                      | 2,2   | 1,9   | 2,2     | 1,9     | 2,4     | 2,5     | -     | -     | -     |

**Precios**

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

|            | 2024 | 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General    | 2,4  | 2,3  | 2,6     | 2,2     | 2,2     | 3,3     | 3,2   | 3,0   | 3,3   |
| Subyacente | 2,5  | 2,2  | 2,3     | 2,1     | 1,9     | 2,3     | 2,5   | 2,6   | 2,7   |

**Sector exterior**

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

|                                                      | 2024 | 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Comercio de bienes</b>                            |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | 2,0  | 0,6  | 1,6     | 0,1     | -3,2    | 0,0     | 0,0   | ...   | ...   |
| Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | 2,0  | 4,1  | 6,9     | 4,5     | 3,7     | 4,2     | 4,2   | ...   | ...   |
| <b>Saldo corriente</b>                               | 6,5  | 3,8  | 3,4     | 3,6     | 2,3     | 1,2     | 1,2   | ...   | ...   |
| Bienes y servicios                                   | 6,4  | 3,7  | 3,2     | 3,0     | 1,7     | 0,5     | 0,5   | ...   | ...   |
| Rentas primarias y secundarias                       | 0,1  | 0,1  | 0,2     | 0,6     | 0,6     | 0,7     | 0,7   | ...   | ...   |
| <b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b> | 9,6  | 8,3  | 7,6     | 8,3     | 7,7     | 7,3     | 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 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 2T 2026 | 06/26 | 07/26 | 08/26 |
|-------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Depósitos <sup>1</sup></b>             |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos de hogares y empresas           | 7,5  | 5,4  | 6,3     | 5,4     | 6,4     | 6,9     | 6,9   | 6,3   | ...   |
| A la vista y ahorro                       | -0,3 | 8,1  | 8,6     | 8,1     | 7,9     | 7,3     | 7,3   | 7,1   | ...   |
| A plazo y preaviso                        | 15,3 | 3,1  | 4,3     | 3,1     | 5,1     | 6,5     | 6,5   | 5,6   | ...   |
| Depósitos de AA. PP.                      | 26,7 | 28,7 | -0,5    | 28,7    | 20,4    | 9,2     | 9,2   | 19,9  | ...   |
| <b>TOTAL</b>                              | 7,9  | 6,0  | 6,1     | 6,0     | 6,9     | 7,0     | 7,0   | 6,8   | ...   |
| <b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b> |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Sector privado                            | 1,9  | 6,6  | 5,8     | 6,6     | 7,7     | 8,2     | 8,2   | 8,4   | ...   |
| Empresas no financieras                   | -1,0 | 2,6  | 2,2     | 2,6     | 4,3     | 4,8     | 4,8   | 5,2   | ...   |
| Hogares - viviendas                       | 3,0  | 9,3  | 8,0     | 9,3     | 9,8     | 10,6    | 10,6  | 10,8  | ...   |
| Hogares - otras finalidades               | 5,4  | 7,0  | 6,9     | 7,0     | 8,4     | 8,2     | 8,2   | 8,2   | ...   |
| Administraciones públicas                 | 0,6  | 6,4  | 4,8     | 6,4     | 3,2     | 3,2     | 3,2   | 5,8   | ...   |
| <b>TOTAL</b>                              | 1,9  | 6,6  | 5,7     | 6,6     | 7,5     | 8,0     | 8,0   | 8,4   | ...   |
| <b>Tasa de morosidad (%) <sup>2</sup></b> | 2,4  | 2,1  | 2,3     | 2,1     | 2,1     | 2,1     | -     | -     | -     |

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

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

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

## Te recomendamos:

### Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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



### Monitor de consumo

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



### Flash de divisas

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



### 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.



Síguenos en:



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



Newsletter



CaixaBank



Podcast

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.cegegglobal.com](http://www.cegegglobal.com)  
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

