

IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 515 | OCTUBRE 2026



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

Perspectivas y condiciones financieras para la economía internacional: otoño 2026

ECONOMÍA INTERNACIONAL

*¿Son relevantes las midterms para Trump?
¿Y para EE. UU.?*

Políticas migratorias Trump 2.0: ¿el fin del American Dream?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

España: perspectivas macroeconómicas para 2027

La temporada alta vuelve a atraer al turista internacional a España



CaixaBank

Research

INFORME MENSUAL**Octubre 2026**

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

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

Enric Fernández

Economista jefe

José Ramón Díez

Director de Economías y
Mercados Internacionales

Oriol Aspachs

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

Adrià Morron Salmeron y

Oriol Carreras

Coordinadores del *Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt /

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

5 de octubre de 2026

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

- 9 *Perspectivas y condiciones financieras para la economía internacional: otoño 2026*

13 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 15 *¿Son relevantes las midterms para Trump? ¿Y para EE. UU.?*
David Martínez Turégano
- 18 *Políticas migratorias Trump 2.0: ¿el fin del American Dream?*
David Martínez Turégano

23 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 25 *España: perspectivas macroeconómicas para 2027*
Oriol Carreras Baquer
- 27 *La temporada alta vuelve a atraer al turista internacional a España*
Pedro Álvarez Ondina

30 ECONOMÍA PORTUGUESA

El precio del nuevo equilibrio económico

La economía internacional vuelve a transmitir una sensación de calma tensa al inicio del último trimestre del año. La combinación de unos precios del petróleo próximos a los 100 dólares, unas perspectivas fiscales frágiles en países como Francia y EE. UU., elevadas necesidades de inversión, unos tipos de interés reales estructuralmente más altos y unas expectativas de inflación más sensibles a corto plazo configura un escenario de máxima exigencia. Es cierto que la actividad sigue mostrando una sorprendente resiliencia frente a la acumulación de perturbaciones por el lado de la oferta, pero el endurecimiento de las condiciones financieras, provocado por el importante desplazamiento al alza de la curva de tipos de interés, constituye un nuevo desafío para los próximos trimestres.

En este contexto, los bancos centrales volverán a asumir el protagonismo de la política económica, nada nuevo bajo el sol, obligados a situar los tipos de interés en terreno más restrictivo para reequilibrar los desajustes entre oferta y demanda y minimizar los riesgos de efectos de segunda ronda. Y ello siendo conscientes de que poco pueden hacer ante el impacto directo sobre la inflación de una subida del petróleo provocada por restricciones de oferta: ni la Fed ni el BCE pueden producir un barril adicional de crudo subiendo los tipos de interés. Su verdadero partido comienza cuando la perturbación energética amenaza con propagarse al resto de los precios, alterar las expectativas y trasladarse a los salarios, los márgenes empresariales y los mecanismos de formación de precios. El reto, por tanto, será calibrar un endurecimiento controlado de las condiciones monetarias que permita proteger el objetivo de inflación sin penalizar innecesariamente la actividad ni poner en riesgo la estabilidad financiera.

De momento, aunque todavía es pronto para disponer de una imagen nítida, la tasa de sacrificio en términos de crecimiento asociada a las subidas de tipos debería ser compatible con una desaceleración de la actividad sin desembocar en una recesión. A ello contribuirían la menor sensibilidad al coste de financiación de buena parte de la inversión relacionada con la IA, la fortaleza de los mercados de trabajo y la solidez de los balances de los agentes privados. Pero esa capacidad de resistencia encierra una paradoja: si la economía responde menos al endurecimiento monetario porque los canales tradicionales de transmisión han perdido potencia, los bancos centrales pueden verse obligados a mantener los tipos más altos durante más tiempo para lograr el mismo efecto sobre la demanda. Una senda especialmente estrecha si, como empieza a parecer probable, los tipos de interés de equilibrio se encuentran sensiblemente por encima de los niveles de la década anterior.

Y existen razones para pensar que puede ser así. Las enormes necesidades de inversión vinculadas a la IA, la defensa, la transición energética o las infraestructuras están elevando la demanda de capital. Si el ahorro no aumenta al mismo ritmo, el resultado debería ser un tipo de interés real de equilibrio más elevado. De esta manera, lo que todavía contemplamos como una anomalía, condicionados por una década excepcional de tipos cercanos a cero o incluso negativos, podría ser en realidad la manifestación de una nueva normalidad. A corto plazo, la carrera inversora en centros de datos, semiconductores, generación eléctrica y redes aumenta simultáneamente la demanda de capital y energía, lo que presiona al alza los tipos reales y complica el proceso de desinflación. A medio plazo, sin embargo, si esas inversiones terminan generando las ganancias de productividad esperadas, la IA ampliaría la capacidad de oferta de la economía y tendría efectos desinflacionistas. La inversión está teniendo lugar hoy; la productividad llegará mañana. La gran incógnita es cuánto tardará en llegar y con qué intensidad lo hará.

Por tanto, el tiempo se convierte en una variable esencial, tanto para que maduren los efectos positivos de la IA como para digerir la nueva perturbación de oferta. Y ahí reside uno de los principales riesgos del escenario actual: que los inversores comiencen a cuestionar la posibilidad de una «desinflación inmaculada», es decir, una vuelta de la inflación hacia los objetivos de los bancos centrales con un coste muy reducido en términos de crecimiento y empleo. En ese caso, también se pondría a prueba la aparentemente plácida convivencia entre rentabilidades de la deuda al alza y bolsas próximas a máximos.

En definitiva, quizá el debate no deba centrarse únicamente en identificar el umbral de tipos de interés a partir del cual puede aumentar la inestabilidad financiera, sino en determinar qué nivel de tipos es compatible con el nuevo equilibrio entre ahorro e inversión, inflación y crecimiento. Porque unos tipos de interés más altos no tienen por qué representar solamente el coste de corregir los desequilibrios fiscales y monetarios acumulados en el pasado. También pueden ser, al menos en parte, el precio que habrá que pagar para financiar las transformaciones del futuro. Un futuro en el que habrá que movilizar enormes cantidades de capital en un mundo, además, más fragmentado desde el punto de vista comercial, geopolítico y financiero. Calibrar el precio de ese nuevo equilibrio económico será una de las principales tareas de los mercados en los próximos meses. Y, como ocurre en todo cambio de régimen, no todos estarán igual de preparados para pagarlo.

José Ramón Díez
Octubre 2026

Cronología

SEPTIEMBRE 2026

- 10** El BCE elevó los tipos de interés en 25 p. b. y situó el *depo* en el 2,50%.
- 16** La Fed subió los tipos de interés en 25 p. b., situando el rango objetivo de los *fed funds* en el 3,75%-4,00%.
- 18** El Banco de Japón subió los tipos de interés en 25 p. b. y situó el tipo de referencia en el 1,25%.

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.

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.

Agenda

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).

NOVIEMBRE 2026

- 2** Portugal: deuda pública (3T).
- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
Portugal: empleo (3T).
Eurozona: avance del IPC (octubre).
- 6** España: producción industrial (septiembre).
- 13** Portugal: coste laboral (3T).
- 16** Japón: PIB (3T).
- 17** España: comercio exterior (septiembre).
- 19** Portugal: balanza de pagos (septiembre).
- 24** España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
- 27** España: avance del IPC (noviembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (noviembre).
- 30** Portugal: desglose del PIB (3T).
Portugal: avance del IPC (noviembre).

Las nuevas prioridades de la economía pospandemia

La actividad económica fluctúa a lo largo del ciclo, pero sus componentes no lo hacen con la misma intensidad. Algunos ámbitos, como el consumo de bienes de primera necesidad, suelen ser relativamente estables. Otros, en cambio, son mucho más sensibles a las condiciones económicas, ya sea por su elevado coste o porque sus beneficios se materializan con el paso del tiempo y dependen de cómo estará la economía en el futuro. Es el caso de la inversión y del consumo de bienes duraderos: suelen ser los primeros en repuntar cuando mejora el contexto y los que más avanzan cuando la expansión se consolida.

Hoy, pese al complejo contexto internacional y al *shock* energético, ambas variables señalan con claridad que la economía española sigue en fase expansiva. En el 2T, la formación bruta de capital fijo creció, en términos reales, un 1,4% intertrimestral, y el gasto en bienes duraderos, un 1,6%; en ambos casos, más del doble que el PIB. Sin embargo, sus motores difieren de los de ciclos expansivos anteriores. La pandemia y el cambio tecnológico han dejado una huella bien visible tanto en la inversión como en el consumo.

Desde el estallido de la pandemia, el consumo de los hogares ha crecido, en promedio, un 2,0% anual real, prácticamente en consonancia con su ritmo histórico y con el avance del conjunto de la economía. El consumo de bienes duraderos, en cambio, ha aumentado el doble: un 4,0% anual. La reciente actualización de las cuentas no financieras del INE permite precisar qué factores explican este dinamismo. En la expansión pospandemia, el protagonismo ha recaído en los bienes duraderos vinculados al ocio, como las caravanas y autocaravanas, el material de acampada o los equipos de gimnasio doméstico. El gasto en estos productos ha crecido un 21,1% anual en promedio, cerca de cuatro veces más que su media histórica. El mayor gasto en ocio también se refleja en el fuerte avance de los servicios recreativos –como gimnasios y parques de atracciones–, culturales –cine, teatro y conciertos– y de alojamiento –hoteles y *campings*–. En términos reales, estas partidas han crecido, en promedio, un 10,3%, un 16,1% y un 23,4% anual, respectivamente.

La tecnología es otro de los rasgos distintivos de las decisiones de gasto de los hogares en este ciclo. El desembolso en equipos informáticos y de comunicaciones ha seguido creciendo a un ritmo elevado, del 12,4% anual, muy similar a su media histórica. En cambio, el gasto en herramientas

para el hogar y electrodomésticos ha perdido el protagonismo de etapas anteriores y se ha mantenido prácticamente estancado.

Otro rasgo singular de esta expansión es la evolución del consumo de bienes no duraderos. Desde el estallido de la pandemia ha caído un 5,0% en términos reales, un comportamiento poco habitual: aunque este componente suele fluctuar poco, normalmente crece durante los periodos de bonanza. En esta ocasión, el encarecimiento de varios productos, especialmente de los alimentos, ha llevado a los hogares a reducir las cantidades que consumen. Desde 2019, el consumo de fruta ha descendido un 16,8%; el de pan, un 10,6%; el de carne, un 6,2%, y el de pescado, un 8,2%. En parte, ello se ha visto compensado por el aumento del gasto en bares y restaurantes. No obstante, también cabe tener en cuenta que estas caídas se producen en un contexto de crecimiento de la población. Con todo, el aumento de los precios ha hecho que, en términos nominales, tanto el gasto en alimentos como el peso de los bienes no duraderos en el presupuesto familiar hayan aumentado.

El ocio y la tecnología también destacan cuando se analiza la inversión en el ciclo expansivo pospandemia. Los sectores de información y comunicaciones y actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento, junto con la Administración pública, son los que más han incrementado la inversión, con avances anuales medios iguales o superiores al 5%. Si cambiamos el ángulo, y nos fijamos en qué tipología de inversión ha destacado en el conjunto de la economía, sobresale la inversión en productos de propiedad intelectual, que ha aumentado un 6,8% anual en promedio desde 2020, 1 punto más que su media histórica. Dentro de esta categoría, la inversión en programas informáticos y bases de datos ha avanzado un 7,2% anual. Este dinamismo contrasta con la menor pujanza de la inversión en vivienda y en material de transporte durante el conjunto del ciclo, aunque ambos componentes han ganado tracción recientemente.

El resultado es una expansión consolidada, pero sustentada en motores distintos de los habituales, que reflejan las nuevas prioridades surgidas en los últimos años. Al mismo tiempo, el retroceso del consumo de alimentos recuerda que la mejora del conjunto de la economía convive con importantes presiones sobre el presupuesto de muchas familias. La expansión es sólida, pero sus beneficios no se perciben por igual.

Oriol Aspachs

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	4,00	3,50
SOFR 3 meses	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	4,22	3,72
SOFR 12 meses	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	4,22	3,77
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	4,45	3,75
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	5,20	4,60
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,75	2,50
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,90	2,65
€STR	–	–0,54	0,52	3,06	1,93	2,68	2,43
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,80	2,53
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,89	2,59
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	3,11	2,62
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	3,39	2,65
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	3,04	2,40
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	3,30	3,00
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	3,44	2,91
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	3,59	3,15
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,80	3,55
Prima de riesgo	11	164	90	68	45	50	55
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,98	2,48
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	3,23	2,85
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,70	3,50
Prima de riesgo	19	314	81	46	31	40	50
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,17	1,18
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,88	0,90	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	83,7	75,9
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	67,0	69,8	52,6	71,8	64,3

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
CRECIMIENTO DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,8	3,5	3,5	3,0	3,3
Países desarrollados	2,7	1,5	1,7	1,9	1,9	1,7	1,7
Estados Unidos	2,7	1,8	2,4	3,0	2,3	2,1	1,9
Eurozona	2,3	0,9	1,1	1,1	1,3	1,0	1,4
Alemania	1,6	1,3	0,2	0,0	0,3	1,1	1,1
Francia	2,3	1,0	1,0	1,4	0,9	0,5	0,9
Italia	1,5	-0,3	1,5	0,6	0,7	0,9	0,8
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,7	1,9	2,3	1,9
España	3,6	0,7	1,1	3,7	2,6	2,6	2,0
Japón	1,4	0,4	0,1	-0,2	1,1	0,8	0,6
Reino Unido	2,8	1,3	1,0	1,0	1,3	1,2	1,1
Países emergentes y en desarrollo	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	1,9	1,6
México	2,3	1,5	1,1	1,5	0,5	1,3	1,7
Rusia	-	1,4	1,5	4,9	1,0	0,7	1,3
Turquía	5,6	4,6	6,0	3,5	3,7	2,6	3,9
Polonia	4,1	3,7	2,6	3,1	3,6	3,1	2,8
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	5,9	5,8	4,1	4,3	3,7
Países desarrollados	2,1	1,6	3,9	2,6	2,5	3,0	2,5
Estados Unidos	2,8	1,8	4,5	3,0	2,6	3,3	2,3
Eurozona	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	3,0	2,6
Alemania	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	2,8	2,5
Francia	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	2,4	2,3
Italia	2,4	1,4	4,1	1,1	1,6	2,7	2,5
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	3,0	2,4
España	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,4	2,5
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	3,0	2,7
Países emergentes y en desarrollo	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	4,4
México	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	3,8	3,9
Rusia	14,2	7,9	7,4	8,5	8,7	6,0	5,2
Turquía	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	31,5	24,5
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 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,4	3,1	3,1	3,0	2,1
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	3,0	3,3	2,4	2,1	2,2
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	0,8	4,9	5,4	4,1	2,5
Bienes de equipo	4,9	0,2	-1,3	3,0	6,1	2,6	2,6
Construcción	5,7	-2,6	0,0	5,3	5,0	4,0	2,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,9	3,3	3,4	2,8	2,1
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,4	3,8	2,6	1,0	2,0
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	1,9	3,3	5,5	1,9	2,4
Producto interior bruto	3,6	0,7	1,1	3,7	2,6	2,6	2,0
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,5	2,0	2,8	3,1	2,8	1,9
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	13,9	11,3	10,5	9,8	9,3
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,4	2,5
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	4,5	4,3	3,6	3,9
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-6,1	-3,2	-2,4	-2,3	-2,3

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

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,8	0,5	1,5	2,9	3,7	2,9	1,9
Consumo de las AA. PP.	2,2	-0,3	1,9	3,0	3,7	1,6	1,1
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	3,7	4,7	4,3	5,1	1,7
Bienes de equipo	3,3	2,7	6,3	8,0	3,0	–	–
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	3,3	1,8
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	3,8	3,4	0,0	3,9	3,4
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	3,6	4,1	4,6	5,6	2,4
Producto interior bruto	1,5	0,4	1,9	2,7	1,9	2,3	1,9
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,4	1,4	1,2	3,2	2,5	1,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,4	6,0	5,7	5,7
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	3,0	2,4
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	2,0	1,5
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-1,9	0,6	0,7	-0,2	-0,4

Previsiones

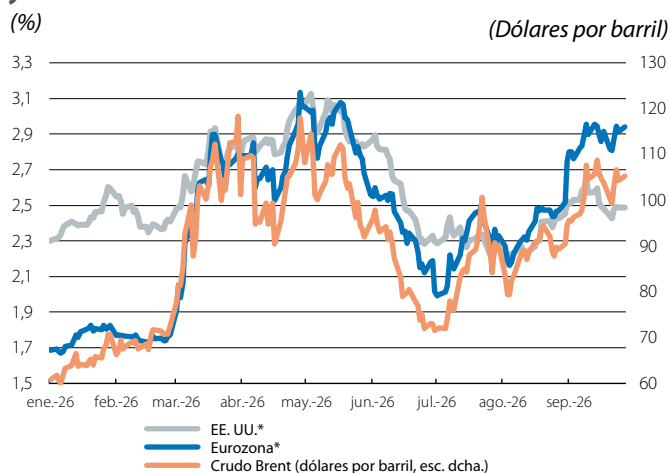
La geopolítica y la política fiscal lastran los mercados financieros

El conflicto en Irán y las preocupaciones fiscales a largo plazo marcaron el rumbo del mercado. El bloqueo del estrecho de Ormuz mantuvo elevados los precios energéticos y las expectativas de inflación, y propició subidas de tipos por parte del BCE, la Fed y el Banco de Japón. Sin embargo, hacia final de mes, los responsables del BCE y la Fed moderaron el sesgo tensionador de sus discursos, lo que redujo las expectativas de los inversores para los tipos de intervención en los próximos 12 meses, así como para ver nuevas subidas en octubre. Las expectativas para los bancos centrales y las preocupaciones fiscales hicieron repuntar con fuerza los tipos soberanos en las principales economías desarrolladas. En la periferia de la eurozona, la prima de riesgo francesa lideró una ampliación de los diferenciales, espoleada por el inicio de las negociaciones para los presupuestos de 2027 y las dificultades para que el Gobierno francés implemente una corrección del déficit. Esto presionó al euro (ya lastrado por un dólar que capitalizó con fuerza la subida de la Fed) y a las bolsas europeas, mientras que en EE. UU. la tecnología y los semiconductores dieron algo de soporte a los índices bursátiles. Los mayores tipos de interés reales en EE. UU. y la fortaleza del dólar también lastraron a los metales preciosos, al erosionar su atractivo relativo como depósito de valor.

Los bancos centrales subieron los tipos, pero moderaron el tono de sus discursos hacia final de mes. El BCE elevó los tipos en 25 p. b., hasta situar el *depo* en el 2,50%, mientras que la Fed situó los *fed funds* en el rango 3,75%-4,00%. En ambos casos, la subida de tipos se justificó por las persistentes presiones inflacionistas. No obstante, el tono de sus responsables se suavizó en la última semana del mes. Para el BCE, Lagarde defendió que la economía sigue en un escenario de «endurecimiento monetario controlado» y destacó que los últimos movimientos del mercado, con unos mayores tipos a largo plazo, también endurecen las condiciones financieras y contribuyen a reducir las presiones inflacionistas. En EE. UU., tras la sorpresa a la baja de la inflación PCE de agosto, tanto Williams (Fed regional de Nueva York) como el vicepresidente Jefferson abogaron por examinar los datos sin urgencias. Así, los inversores pasaron a descontar una menor probabilidad de subidas en octubre para ambos bancos centrales (el escenario central es de pausa en octubre) y apenas tres subidas de tipos más a ambos lados del Atlántico (frente a las cuatro adicionales que se llegaron a cotizar). También los *swaps* de inflación de la eurozona a 1 y 2 años cayeron con intensidad en la última semana, aunque se mantuvieron por encima de los niveles de agosto (esperando tasas de inflación en promedio en los próximos dos veranos en torno al 3%).

Fuertes repuntes de las rentabilidades soberanas y ampliación de diferenciales en la eurozona. Las referencias soberanas a largo plazo alcanzaron máximos de las últimas décadas, aunque el matiz *dovish* de los bancos centrales al cierre del mes atenuó parte de las subidas. En EE. UU., la curva se desplazó con fuerza al alza (unos 45 p. b. de media en los distintos tramos), con el *treasury* a 10 años superando el 5,20%. La curva, aplanada durante gran parte del mes, recuperó pendiente al cierre: los tipos cortos moderaron sus repuntes al caer las expectativas sobre la Fed, mientras que los tramos largos siguieron tensionados por las preocupaciones fiscales,

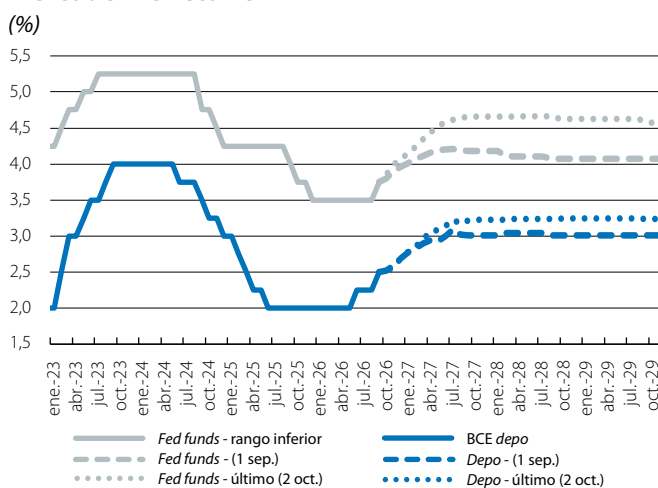
Swaps de inflación para los próximos dos años y crudo



Nota: * Los swaps de inflación son la media de la tasa de inflación del mes correspondiente en los próximos dos años.

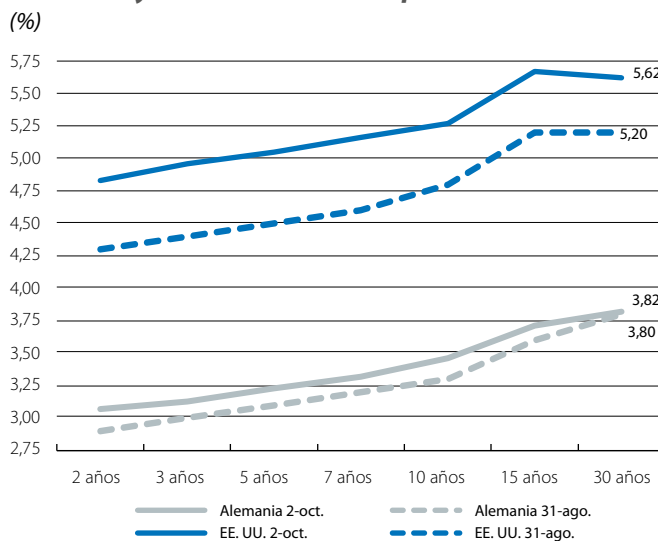
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Fed y BCE: expectativas de tipos de interés descontadas por los tipos implícitos del mercado monetario



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

Alemania y EE. UU.: curvas de tipos soberanas



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

lo que llevó al *treasury* a 30 años a máximos desde 2002. En la eurozona, aunque también hubo repuntes de tipos, los inversores buscaron refugio en la deuda alemana y presionaron a la baja los tipos de interés de los *bunds*, especialmente en los tramos cortos, lo que también favoreció un mayor apuntamiento de la curva. Por otro lado, el diferencial francés se amplió en más de 50 p. b., hasta superar los 140 p. b., generando hacia final de mes cierto contagio sobre la deuda italiana y griega. Las deudas española y portuguesa mostraron un mejor comportamiento relativo, con ampliaciones cercanas a los 15 p. b. y, pese al repunte, mantuvieron unos niveles comparativamente bajos (e inferiores al promedio de 2024).

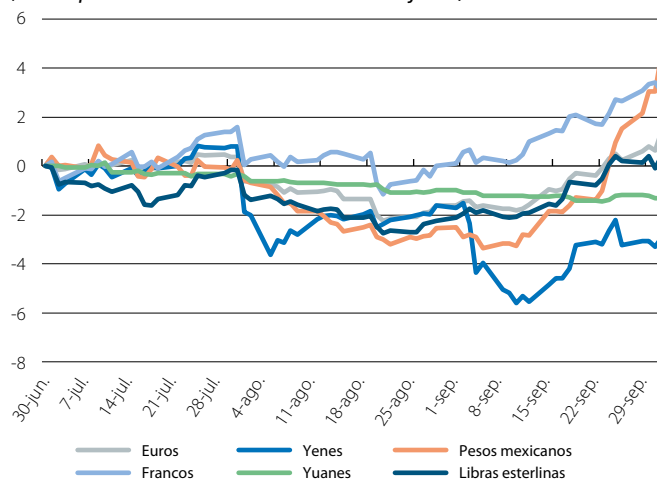
La subida de tipos de la Fed apreció al dólar, mientras que la crisis francesa lastró al euro. La divisa estadounidense se apreció en el mes frente a sus principales pares (3% el índice DXY de tipo efectivo nominal), favorecida por la subida de tipos de una Fed que logró transmitir a los inversores una menor tolerancia al actual ritmo de desinflación. Frente al euro, este movimiento se prolongó con la ampliación de la prima francesa y la incertidumbre política, lo que dejó el EURUSD depreciado en más de un 3% en el mes. El euro también cedió frente a la libra y el franco suizo, con este último favorecido por la búsqueda de refugio. Por otro lado, el yen, que comenzó el mes apreciándose tras las intervenciones del Ministerio de Finanzas japonés y del Tesoro de EE. UU. en el mercado de divisas en agosto, volvió a ceder hacia finales de mes. Entre las divisas emergentes, que también acusaron la fortaleza del dólar y los elevados tipos estadounidenses, destacó la depreciación del peso mexicano cercana al 8%.

El sector tecnológico amplía la brecha con el resto de compañías en bolsa. El optimismo por la IA siguió respaldando a las compañías estadounidenses más expuestas, lo que aumentó la concentración en los principales índices y también las divergencias con las bolsas europeas. Así, el fuerte avance de los semiconductores y de las Magnificent 7 permitió al S&P500 terminar el mes prácticamente plano y al Nasdaq-100 avanzar ligeramente, en un mes globalmente débil para las bolsas. No obstante, la amplitud del mercado fue escasa y tanto el S&P500 equiponderado como el Dow Jones o el Russell 2000, de compañías de menor capitalización, registraron pérdidas. En la eurozona, tanto los agregados regionales como los índices nacionales de las principales economías acumularon caídas de entre el 4% y el 6%, con el CAC-40 francés como el índice de peor desempeño relativo. Por sectores dentro del agregado paneuropeo Stoxx 600, los automóviles y los sectores más expuestos a unos elevados tipos de interés registraron los mayores descensos, y solo los sectores energético y tecnológico registraron avances en el mes.

El petróleo se mantuvo elevado pese a la volatilidad en la última semana. Tras llegar a tocar los 110 dólares por barril, impulsado por el conflicto en Oriente Próximo, el crudo corrigió parte de las ganancias después de que Arabia Saudí reanudara los flujos a través de un oleoducto alternativo y EE. UU. recurriera parcialmente a sus reservas estratégicas. Con todo, el Brent cerró por encima de los 100 dólares por barril y acumuló un avance superior al 10% en el periodo. El gas natural también prolongó sus subidas, y el TTF holandés avanzó cerca de un 5%, por encima de los 70 euros/MWh, en un momento en que comienza a aumentar la demanda estacional en Europa. Los metales preciosos, por su parte, ampliaron sus pérdidas (cercanas al 6% en el caso del oro) con su atractivo como refugio disminuido por los elevados tipos reales y la fortaleza del dólar.

Evolución de las divisas seleccionadas frente al dólar

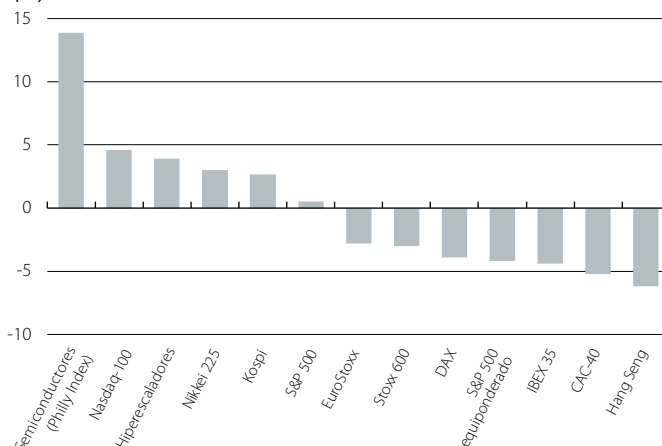
(% de apreciación del dólar desde el 30 de junio)



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

Desempeño en los principales índices bursátiles en septiembre

(%)*

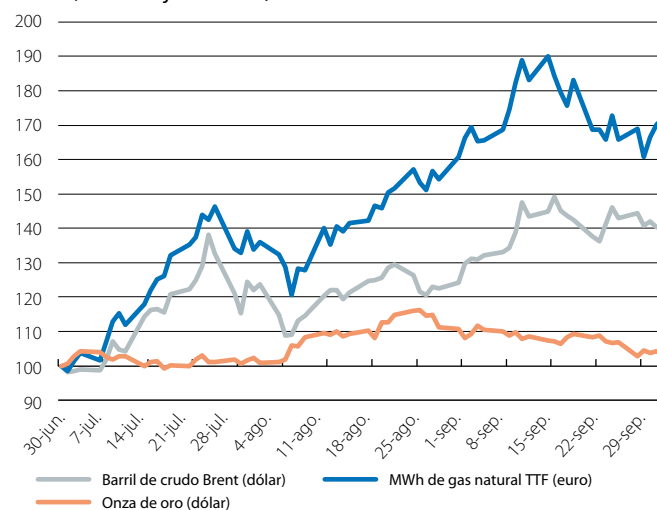


Nota: * Variación acumulada entre el 31 de agosto y el 2 de octubre.

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

Evolución de los precios energéticos y del oro

Índice (100 = 30 junio 2026)



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

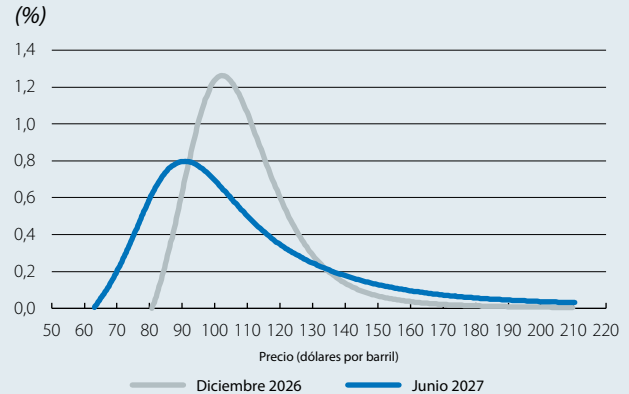
Perspectivas y condiciones financieras para la economía internacional: otoño 2026

El conflicto en Oriente Próximo y las disrupciones que provoca siguen marcando el compás de la economía internacional. Hasta el momento, la actividad se ha mantenido resiliente y las presiones inflacionistas, aunque relevantes, se han circunscrito a la energía, sin señales de efectos indirectos significativos sobre los precios del resto de los productos. Sin embargo, la prolongación del conflicto y su incertidumbre han provocado un cambio de marcha entre los bancos centrales y las primeras subidas de tipos de interés.

El punto de partida del escenario son unos precios de la energía relativamente exigentes. Nuestras previsiones se anclan en los futuros del petróleo y el gas cotizados en los mercados financieros, con una senda que, en el punto de corte,¹ dibuja una distensión gradual, aunque no total, en los próximos trimestres: un barril de Brent entre los 80 y 90 dólares en el último trimestre del año y entre los 75 y 80 dólares en 2027; gas TTF algo por debajo de los 70 euros en lo que queda de 2026 y disminuyendo hacia 40 euros a lo largo de 2027. Además, los riesgos alrededor del punto de partida son elevados. Los precios energéticos han demostrado una rápida capacidad de distensión si el conflicto en Oriente Próximo se encauza. Pero el cierre del estrecho de Ormuz está consumiendo las existencias que han permitido acolchar la disrupción de flujos,² y las perspectivas se han vuelto más inciertas tras el intento fallido de resolución en verano. Así, los mercados financieros cotizan una distribución de precios del petróleo con un amplio abanico de posibilidades y un claro sesgo hacia la persistencia de las disrupciones (véase el primer gráfico).

Bajo la senda prevista para los precios energéticos, es probable que en los próximos meses economías como las de EE. UU. y la eurozona vean aumentar la inflación por encima del 3,5% e incluso acercarse al 4%, empujada por la energía y, en particular, por los carburantes.³ A partir de la primavera de 2027, la inflación debería bajar con un efecto escalón fuerte⁴ y volver a cotas más cercanas al 2,5%. Una de las claves será si, para entonces, la inflación energética se habrá filtrado al resto de los precios. Por ahora, los efectos indirectos son limitados y el entorno favorece que siga siendo así gracias a una política monetaria restrictiva, una

Petróleo Brent: distribución de precios según el mercado de opciones

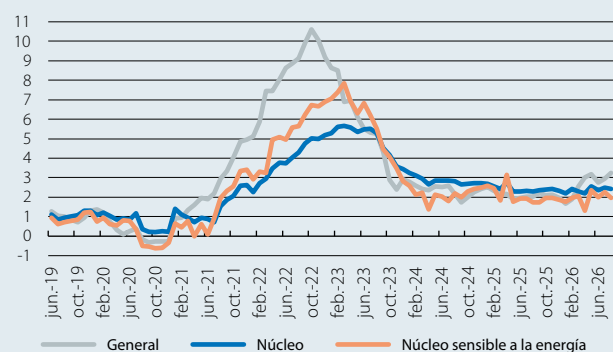


Nota: Distribuciones para los futuros del Brent a diciembre de 2026 y junio de 2027 implícitas en precios de opciones cotizados a finales de septiembre de 2026.

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

Eurozona: IPCA

Variación interanual (%)



Notas: El IPCA núcleo excluye la energía y todos los alimentos. El núcleo sensible a la energía solo incluye las partidas del IPCA núcleo cuyo sector productivo tiene una intensidad energética elevada (según datos de tablas input-output; véase el Focus «Inflación europea: radiografía tras el shock de Oriente Próximo» en el IM07/2026).

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

política fiscal menos acomodaticia que en el pasado y una actividad resiliente pero no boyante. Con todo, tres fuentes de riesgo vienen de los refinados de crudo (como el diésel, con una variada demanda de usos, y al que se le añaden tensiones por la guerra en Ucrania y restricciones exportadoras), los alimentos (encarecimiento de fertilizantes, eventos meteorológicos extremos) y la amenaza de disrupciones en las cadenas de suministro globales (por ejemplo, ataques en el mar Rojo).

Es la intensificación de los riesgos inflacionistas, provocada por un conflicto más largo e incierto, lo que ha decantado a los bancos centrales a subir tipos. En los datos en sí, las presiones de precios subyacentes prácticamente no se han visto alteradas desde el conflicto (véase el segundo gráfico). Pero cuanto más duren las disrupciones, mayor

1. Cotizaciones promedio de 14 días hasta principios de septiembre.

2. La IEA estima una caída de la oferta mundial de crudo cercana al 5% en 2026, acomodada a partes prácticamente iguales entre consumo de existencias y ajuste de la demanda.

3. Los principales componentes de la inflación energética son carburantes y electricidad. Hasta el momento, el grueso del shock ha sido en términos de carburantes, mientras que los rezagos de transmisión y la mayor producción de renovables (que reduce el papel del gas como productor marginal) han mitigado el impacto sobre la electricidad.

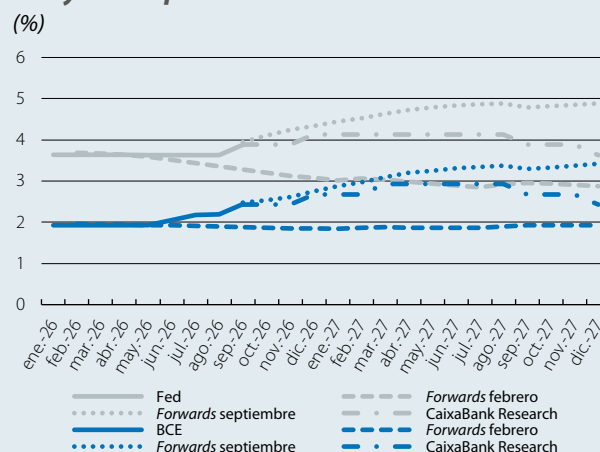
4. Por efectos base de la energía, dado que el denominador de la inflación interanual ya incorporará los primeros meses de conflicto.

será el riesgo de que se filtren al resto de los precios y la inflación gane inercia, de ahí que tanto la Fed como el BCE hayan empezado a subir tipos. Además, la resiliencia que mantiene la actividad da espacio a ambos bancos centrales para endurecer algo más la política monetaria. Todo ello nos lleva a prever que la Fed y el BCE terminen llevando los tipos al 4,00%-4,25% y al 3,00%, respectivamente, pero que la mejora de la inflación a lo largo de 2027 permita relajar la política monetaria de manera relativamente rápida.⁵

Así, la actividad económica se enfrenta a un contexto de mayores precios energéticos, mayores tipos de interés y mayor inflación. A la vez, el conjunto de las condiciones financieras es menos restrictivo de lo que podría aparentar, gracias al contrapeso que ejerce el buen desempeño de las bolsas en lo que va de año y la relativa estabilidad de los tipos de cambio, mientras que el *boom* inversor asociado a la IA ayuda a contrarrestar el lastre del conflicto en Oriente Próximo. Hasta el momento, la actividad económica se ha mostrado resiliente: el PIB de la eurozona ha crecido a un ritmo anualizado algo superior al 1% en el primer semestre de 2026⁶ y el de EE. UU., a un ritmo algo inferior al 2%, mientras que el PIB de China se ha mantenido en la banda del 4,5%-5,0% interanual que persiguen las autoridades. Además, en los últimos meses, indicadores como los PMI muestran una recuperación del sentimiento hasta máximos del año, lo que nos lleva a proyectar la continuidad de un crecimiento económico relativamente razonable y apoyado en la solidez del mercado laboral.

Hay diferencias regionales detrás de esta imagen. La eurozona está relativamente más expuesta al encarecimiento

Fed y BCE: tipos de interés de referencia



Nota: Datos y forwards para el FFR efectivo (Fed) y el ESTR (BCE).

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

energético por su dependencia importadora de combustibles fósiles, pero cuenta con el empuje de los planes de inversión y gasto en defensa. Además, contrastan el dinamismo de la periferia y la reaceleración de Alemania con el estancamiento de Francia. Por su parte, la mayor autonomía energética de EE. UU. reduce el impacto directo del *shock*, mientras que la actividad americana se beneficia especialmente del *boom* de la IA. No obstante, la persistencia de la inflación y una política monetaria restrictiva también representan un freno para la demanda interna. Por su parte, la economía china combina la debilidad del sector inmobiliario y de la demanda doméstica con la capacidad de resistencia de sus elevadas existencias de petróleo y el impulso de las exportaciones de bienes de mayor valor añadido (relacionadas con tecnologías verdes e IA).

Eurozona: crecimiento de la actividad en lo que va de 2026

(contribución al PIB o VAB, p. p.)



Notas: En PIB y VAB, se muestra la contribución de cada trimestre al acumulado hasta el 2T 2026 (respecto al 4T 2025). Para los componentes de demanda y los sectores, se muestra su contribución al total de PIB o VAB del trimestre correspondiente. Datos desestacionalizados y ajustados por efectos de calendario.

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

5. Los mercados cotizan un endurecimiento más agresivo, con tipos más altos durante más tiempo.

6. La eurozona ha crecido a un ritmo promedio del 1,3% intertrimestral anualizado (1,2% sin Irlanda). Alemania lo ha hecho al 1,6%, España al 2,7% e Italia al 1,0%. Francia, en cambio, se ha contraído a un ritmo trimestral del 0,3% anualizado.

Todo ello dibuja un escenario exigente, pero no necesariamente negativo. Oriente Próximo, las disrupciones energéticas y las tensiones geopolíticas seguirán marcando la dirección de la economía, lo que redundará en unas perspectivas que pueden cambiar de manera rápida y multidireccional. También el ciclo inversor de la IA genera riesgos de doble filo: puede espolear el crecimiento a través de mayor demanda y más productividad o condicionarlo si alimenta nuevos episodios de turbulencias financieras.⁷ Todo ello sin olvidar el entorno de elevada deuda pública y mayores tipos de interés, con un escrutinio creciente de los inversores en economías como Francia o EE. UU., ni las tensiones comerciales, a pesar de que el marco arancelario de EE. UU. se ha estabilizado en el último año y, aunque ha cambiado en su forma legal, mantiene un fondo similar y el objetivo de un arancel promedio con el resto del mundo cercano al 10%.

7. Los últimos trimestres han traído ya algunos ejemplos: el delicado equilibrio entre unas valoraciones bursátiles ricas de la IA y sus ambiciosas expectativas de beneficios empresariales, el riesgo de disrupción en sectores tradicionales y la competencia por financiación (que contribuye a elevar los tipos de interés soberanos).

Previsiones: actividad y precios

Variación anual (%)

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

Notas: Promedio del periodo. En azul y cursiva, previsiones anteriores al conflicto en Oriente Próximo (febrero de 2026).

Fuente: CaixaBank Research.

Previsiones: entorno financiero

	Promedio anual			Fin de periodo		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Petróleo Brent (dólares por barril)	68,2	86,8	78,5	61,6	83,7	75,9
		67,2	65,4		66,0	64,8
Gas TTF (euros por MWh)	36,4	53,0	45,3	27,7	65,5	40,6
		30,8	26,2		30,2	26,2
Fed: tipo oficial (FFR) (%; límite inferior)	4,08	3,60	3,90	3,50	4,00	3,50
		3,27	3,00		3,00	3,00
BCE: tipo oficial (depo) (%)	2,24	2,24	2,85	2,00	2,75	2,50
		2,00	2,00		2,00	2,00
Tipo soberano EE. UU. 10 años (%)	4,29	4,62	4,88	4,14	5,20	4,60
		4,38	4,55		4,50	4,60
Tipo soberano Alemania 10 años (%)	2,64	3,11	3,14	2,84	3,30	3,00
		2,90	2,92		2,95	2,90
Tipo soberano España 10 años (%)	3,23	3,56	3,66	3,28	3,80	3,55
		3,35	3,48		3,45	3,50
Tipo de cambio EUR-USD (dólares por euro)	1,13	1,16	1,17	1,17	1,17	1,18
		1,20	1,20		1,20	1,20

Notas: En azul y cursiva, previsiones anteriores al conflicto en Oriente Próximo (febrero de 2026). Previsiones de Brent y TTF basadas en futuros de mercado.

Fuente: CaixaBank Research.

Tipos de interés (%)

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,65	2,40	25	50	50
Euríbor 3 meses	2,62	2,59	2	59	60
Euríbor 12 meses	3,33	3,00	33	109	114
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,96	2,68	28	95	102
Deuda pública a 2 años (Alemania)	3,21	2,94	27	109	118
Deuda pública a 10 años (Alemania)	3,59	3,32	26	73	88
Deuda pública a 10 años (España)	4,13	3,78	36	85	87
Deuda pública a 10 años (Portugal)	4,01	3,67	34	86	89
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	3,75	3,50	25	25	-25
SOFR 3 meses	4,08	3,80	28	43	10
Deuda pública a 1 año	4,54	4,14	40	107	90
Deuda pública a 2 años	4,89	4,34	55	141	127
Deuda pública a 10 años	5,28	4,75	53	112	115

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	63	51	12	12,1	6,7
Itraxx Financiero Sénior	69	54	16	15,1	9,5
Itraxx Financiero Subordinado	115	87	27	21,7	12,7

Tipos de cambio

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,133	1,162	-2,5	-3,5	-3,4
EUR/JPY (yenes por euro)	178,350	185,590	-3,9	-3,1	2,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,854	0,857	-0,4	-2,0	-2,2
USD/JPY (yenes por dólar)	157,410	159,740	-1,5	0,4	5,9

Materias primas

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
Índice Bloomberg de materias primas	141,8	141,4	0,3	29,3	35,0
Brent (\$/barril)	103,5	90,5	14,4	70,1	52,3
Oro (\$/onza)	4.157,4	4.437,4	-6,3	-3,7	8,4

Renta variable

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	7.651,5	7.686,1	-0,5	11,8	14,9
Eurostoxx 50 (eurozona)	6.269,0	6.420,2	-2,4	8,2	13,8
Ibex 35 (España)	19.426,2	19.974,1	-2,7	12,2	26,8
PSI 20 (Portugal)	9.666,8	9.437,2	2,4	17,0	21,1
Nikkei 225 (Japón)	66.753,7	66.311,9	0,7	32,6	48,2
MSCI emergentes	1.704,9	1.719,3	-0,8	21,4	27,3

La economía internacional resiste a los shocks, hasta el momento

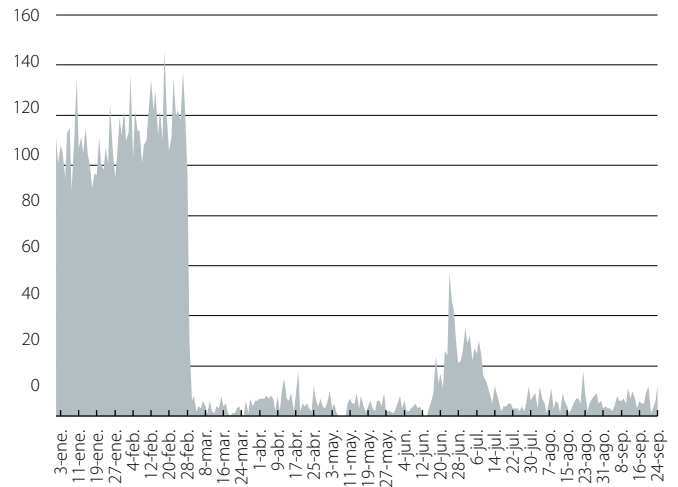
El conflicto en Oriente Próximo se prolonga. La guerra en Irán y EE. UU. e Israel cumple ya casi siete meses y se encuentra en una fase de tensión. El estancamiento militar sobre el terreno coincide con unas negociaciones diplomáticas complicadas, como se puso de manifiesto durante la Asamblea General de la ONU celebrada a finales de septiembre, mientras Trump endurece su retórica para exigir la consecución de un pacto definitivo cuanto antes. El estrecho de Ormuz sigue siendo el centro estratégico del conflicto y apenas se registra tráfico marítimo a través de él. Además, los ataques de los hutíes del Yemen, aliados de Irán, contra instalaciones y buques de Arabia Saudí endurecen la situación para el mercado de la energía (el reino saudita llegó a cerrar un oleoducto) y suponen un riesgo sobre el estrecho de Bab el-Mandeb, que comunica el canal de Suez con Europa. En este contexto, el precio del barril de Brent superó los 100 dólares en septiembre (cerca de un 15% más respecto a agosto), mientras que el precio de la referencia europea del gas natural licuado fluctuó entre los 70 y los 80 euros/MWh y alcanzó máximos de casi tres años.

Con todo, la economía mundial ha mostrado un comportamiento resiliente hasta la fecha, gracias al apoyo de las políticas públicas para compensar el *shock* energético, a la disponibilidad de inventarios energéticos y al fuerte impulso de la inversión y del comercio vinculados a la IA. De hecho, la OCDE, en su informe de septiembre, revisa modestamente al alza el crecimiento en 2026 de forma generalizada, pero se muestra algo más prudente respecto a 2027. Así, anticipa que el crecimiento mundial se desacelere levemente hasta el 2,9% en 2026 y que recupere hasta un 3,0% en 2027. Mientras, el aumento de la inflación se circunscribe, de momento, a la energía y su contagio al resto de precios está siendo bastante contenido entre las principales economías desarrolladas, lo que explica que las expectativas de inflación a medio plazo se mantengan ancladas en torno a los objetivos de los bancos centrales. No obstante, la evolución de los precios de la energía representa un importante riesgo a la baja para la actividad, sobre todo de cara a la temporada de invierno, especialmente para aquellas economías más dependientes de las importaciones de energía.

Las encuestas de clima empresarial apuntan a un 3T bastante dinámico en la eurozona. Los principales indicadores de clima y opinión empresarial parecen apuntar a que el crecimiento de la eurozona (sin Irlanda) en el 3T mantendría el tono del 2T, pese al agravamiento de la crisis energética y al aumento de la incertidumbre. Así, el PMI de la eurozona alcanzó en septiembre máximos de tres años y medio (+1,1 puntos, hasta 53,1, siendo 50 el umbral que marca crecimientos positivos), gracias a la notable reactivación del sector servicios. Por países, en Francia logró superar el umbral de 50 por primera vez en el año y en Alemania alcanzó máximos en 11 meses. Esta mejora del optimismo de los empresarios con Alemania se refuerza

Tráfico de buques por el estrecho de Ormuz

Número de transitos por día

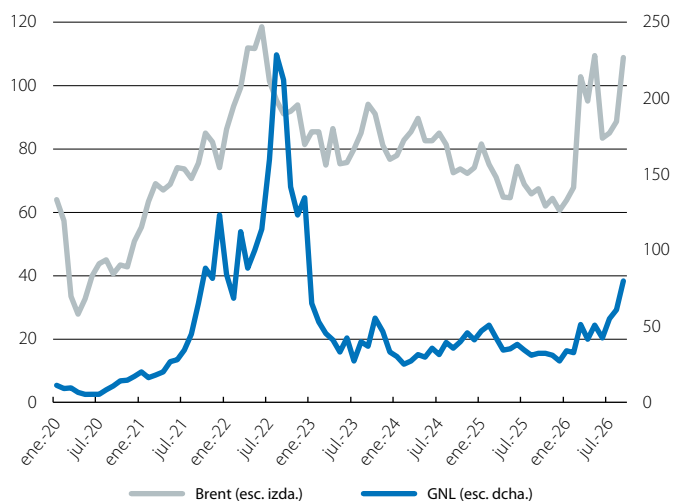


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precios de la energía

Brent (dólares/barril)

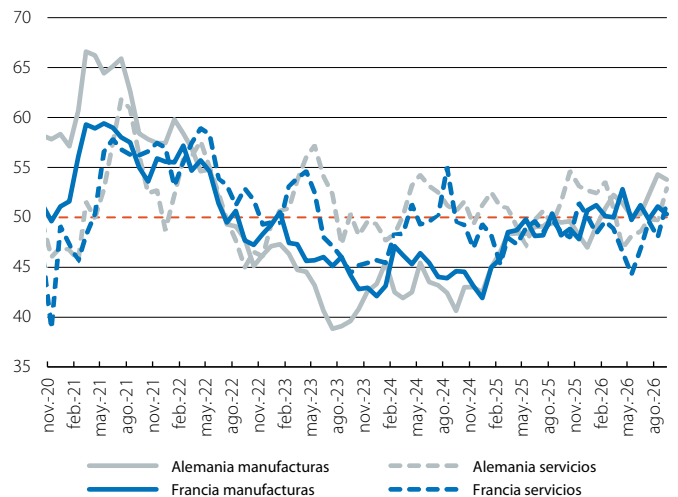
GNL (euros/MWh)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv Workspace.

Eurozona: PMI por componentes

Índice (>50 expansión; <50 contracción)



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

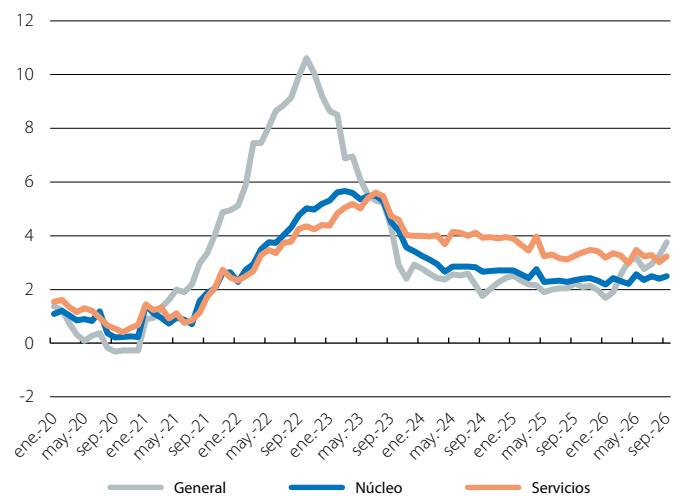
gracias a la evolución seguida por el índice de confianza empresarial Ifo, que en septiembre alcanzó máximos desde mayo de 2023 (89,9, siendo 100 el umbral de referencia) y a las señales que muestra el ZEW, que reveló que el porcentaje de encuestados que en septiembre anticipa una mejora de la situación supera el 46%, frente al 12% que teme un deterioro.

Pero los datos reales enfrían el optimismo de las encuestas empresariales, principalmente en Alemania. En contraste con el optimismo que muestran las encuestas empresariales en Alemania, la confianza de los hogares alemanes sigue baja, en un contexto de lento goteo al alza de la tasa de paro (4,0% en julio, máximos desde la pandemia) y los indicadores de actividad de julio apuntan a un arranque de 3T bastante débil. De hecho, las ventas minoristas en Alemania retrocedieron un 3,4% intermensual (lo que arrastró a las ventas de la eurozona a un -0,6%), mientras que el dinamismo de los pedidos industriales (+2,5% intermensual) se explicó, principalmente, por el impulso de las partidas más erráticas (transporte y defensa), ya que, al excluirlas, habrían caído un 1,4%. Esta debilidad de fondo se corresponde con el retroceso de la producción industrial (-1,1% intermensual vs. 0,0% en julio) y el frenazo de las exportaciones (-0,8% intermensual vs. 0,0%). En este contexto, la inflación general de la eurozona aumentó en septiembre 0,6 p. p., hasta el 3,8%, máximo en tres años, impulsada por el nuevo repunte de los precios de la energía, con una núcleo que sube 0,1 p. p., hasta el 2,5%, lo que apunta a que los efectos indirectos del *shock* energético siguen siendo limitados.

La inflación en EE. UU. sigue presionada al alza por la energía mientras su mercado de trabajo sigue muy volátil. Los últimos datos parecen apuntar a un menor dinamismo del consumo de las familias: en julio, se estancó en términos reales, tras crecer un 0,4% los dos meses previos, lo que permitió recuperar su tasa de ahorro hasta máximos de cuatro meses (+0,4 p. p., hasta el 3,0% de su renta disponible). Además, los indicadores no sugieren una reactivación sustancial en los próximos meses, en consonancia con el nuevo descenso de la confianza de Michigan en agosto (entre los mínimos desde verano de 2022) y el de la Conference Board, que lleva buena parte del año oscilando en torno a mínimos desde comienzos de 2021. También la producción industrial se estancó en agosto (tras dos meses creciendo un 0,2% intermensual), pero la evolución seguida por los principales indicadores de clima del sector permite confiar en que sea algo transitorio: en septiembre, el PMI de manufacturas (+2,0 puntos, hasta 55,9) y el ISM para manufacturas (-0,1 puntos, hasta 54,5) se afianzan en valores compatibles con un crecimiento dinámico en el sector. Mientras, la creación de empleo sigue siendo muy volátil y cierra el 3T con una generación media de 51.000 empleos al mes, por debajo de los 76.000 puestos de trabajo creados en media mensual durante el primer semestre, con una tasa de paro que repuntó 0,1 p. p., hasta el 4,2%, en septiembre. Por su parte, la inflación sigue presionada al alza por la energía: en agosto, la general repitió en el 3,4% según el IPC, mientras que la núcleo cayó 0,1 p. p., hasta el 2,4%.

Eurozona: IPC armonizado

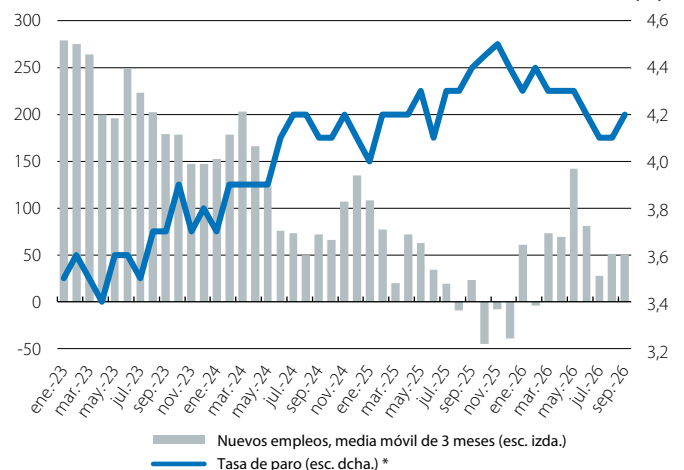
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: empleo

(Miles)

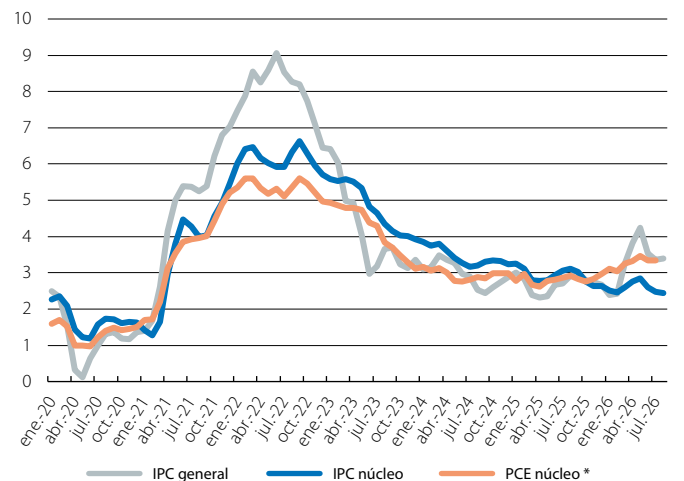


Nota: * El dato de tasa de paro de octubre de 2025 no se publicó por el shutdown, el presentado se ha interpolado.

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

EE. UU.: indicadores de precios

Variación interanual (%)



Nota: * El PCE es la referencia para la Fed y la núcleo excluye energía y todos los alimentos.

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

¿Son relevantes las *midterms* para Trump? ¿Y para EE. UU.?

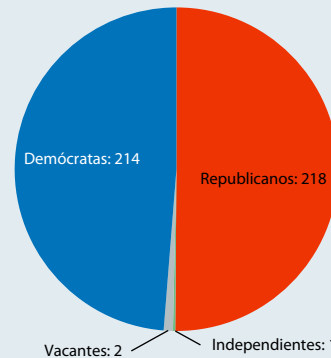
El próximo 3 de noviembre, los estadounidenses volverán a las urnas para renovar la totalidad de la Cámara de Representantes y un tercio del Senado, las dos cámaras en las que el Partido Republicano obtuvo la mayoría en 2024. Aunque Donald Trump no aparecerá en las papeletas, las elecciones constituirán el primer gran examen nacional de su segundo mandato. Las encuestas y las votaciones celebradas desde su regreso a la Casa Blanca dibujan por ahora un entorno favorable a los demócratas. Al mismo tiempo, los territorios y grupos sociales que más contribuyeron al giro republicano de 2024 no parecen haber recibido todavía el dividendo económico prometido. Así, el resultado pondrá a prueba la confianza de la base electoral que le devolvió la presidencia, pero, de forma más relevante, determinará el contrapeso institucional al que se enfrentará Trump y condicionará el debate interno del Partido Republicano sobre la continuidad de su agenda de cara a las presidenciales de 2028.

¿Qué se decide el 3 de noviembre?

En las elecciones de medio mandato se renovarán los 435 miembros de la Cámara de Representantes y 35 de los 100 senadores (véanse los dos primeros gráficos).¹ Los demócratas necesitan elevar de 214 a 218 su número de representantes para recuperar la Cámara, mientras que requieren cuatro escaños adicionales para alcanzar una mayoría de 51 senadores, dado que la vicepresidencia –y, por tanto, el voto de desempate– permanecerá en manos republicanas.

El alcance de una victoria demócrata dependerá de la cámara conquistada. El control del Senado permitiría bloquear nombramientos de jueces federales, altos cargos de la Administración o miembros de la Reserva Federal. El de la Cámara otorgaría mayor capacidad para investigar al Ejecutivo, reclamar documentos y examinar posibles conflictos de interés o abusos de poder, una estrategia que los responsables demócratas parecen priorizar frente a la apertura inmediata de un nuevo proceso de *impeachment*. Una mayoría demócrata en cualquiera de ellas podría frenar una nueva legislación republicana, mientras que el control de ambas permitiría impulsar una agenda alternativa, aunque Trump conservaría el poder de veto. En el ámbito fiscal, el nuevo equilibrio político podría modificar algunos recortes de gasto previstos en la *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA) o dificultar la prórroga de sus disposiciones temporales, aunque difícilmente alteraría de forma sustancial la senda proyectada de déficit y deuda en ausencia de acuerdos bipartidistas. El enfrentamiento político también podría trasladarse a las leyes de financiación, complicando la apro-

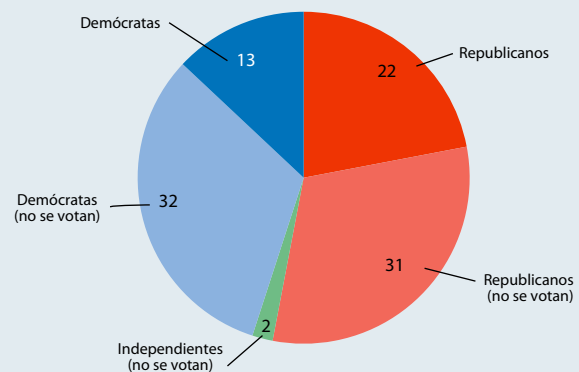
EE. UU.: composición actual de la Cámara de Representantes



Nota: 435 representantes en total. Mayoría con 218 representantes. Las 2 vacantes se corresponden con representantes que han dimitido (1 demócrata y 1 republicano). El representante independiente cambió de afiliación desde el partido republicano.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Congreso de EE. UU.

EE. UU.: composición actual del Senado y escaños objeto de votación en las *midterms*



Nota: 100 senadores en total. Mayoría con 51 senadores. Los dos senadores independientes se integran dentro del bloque demócrata.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Congreso de EE. UU.

bación del gasto federal y aumentando el riesgo de cierres parciales de la Administración (*shutdowns*), con los costes económicos asociados.²

La pérdida del Congreso no impediría, sin embargo, que Trump continuara actuando mediante órdenes ejecutivas y competencias delegadas por leyes anteriores, especialmente en política migratoria, comercial y exterior. Su margen sería amplio, aunque no ilimitado: necesitaría financiación para ejecutar algunas medidas y sus decisiones seguirían sujetas a las leyes vigentes y al control de los tribunales. Los reveses del Tribunal Supremo a los aranceles impuestos al amparo de la IEEPA y a la restricción de la

1. De los 35 escaños del Senado en juego, 33 corresponden a la renovación ordinaria y 2 a elecciones especiales para decidir quién completa los mandatos de J. D. Vance y Marco Rubio, sustituidos provisionalmente tras asumir la vicepresidencia y la Secretaría de Estado, respectivamente.

2. Congressional Research Service (2026), «Past Government Shutdowns: Key Resources» y Congressional Budget Office (2025), «A Quantitative Analysis of the Effects of the Government Shutdown on the Economy Under Three Scenarios».

ciudadanía por nacimiento muestran precisamente estos límites.³

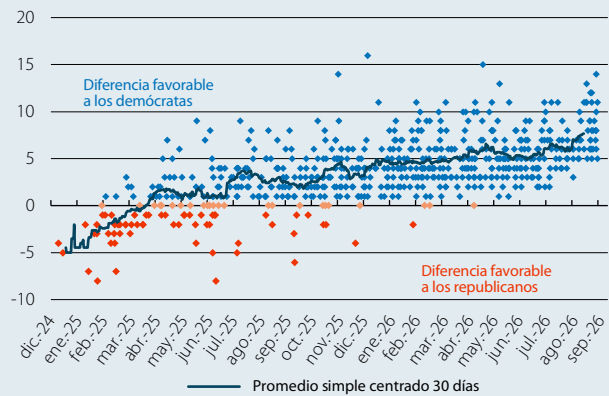
Encuestas favorables a los demócratas

Los demócratas parten con el viento histórico a favor: el partido del presidente ha perdido escaños en la Cámara en 20 de las 22 elecciones de mitad de mandato celebradas desde 1938.⁴ Esta regularidad no determina el resultado, pero refuerza la lectura de unas encuestas que ya sitúan a los republicanos en una posición vulnerable.

A finales de septiembre, el promedio de las encuestas de intención de voto al Congreso situaba a los demócratas alrededor de 7-8 puntos por delante de los republicanos (véase el tercer gráfico). La ventaja no se traduce mecánicamente en escaños, debido al trazado de los distritos y a la distribución territorial del voto, pero es compatible con un riesgo elevado para la estrecha mayoría republicana en la Cámara. Por su parte, el mercado de predicción Polymarket asignaba, a finales de septiembre, una probabilidad del 90% a una Cámara demócrata y algo menos del 40% a que los republicanos conservarán el Senado (véase el cuarto gráfico). La diferencia obedece a las características de su mapa electoral. Para recuperar el control del Senado, los demócratas necesitan ganar cuatro escaños netos: sus principales oportunidades se encuentran en estados actualmente representados por republicanos, como Carolina del Norte, Maine, Alaska y Ohio, mientras que Iowa y Texas presentan opciones más difíciles. Al mismo tiempo, deben conservar Georgia y Michigan, dos estados ganados por Trump en las presidenciales de 2024.⁵

Las urnas han ofrecido señales similares. En 2025, los demócratas conquistaron el gobierno de Virginia, conservaron el de Nueva Jersey y mantuvieron la mayoría progresista en el Tribunal Supremo de Wisconsin, cuyos miembros se eligen en las urnas, en un estado donde había ganado Trump en 2024. Más revelador es el patrón de las elecciones celebradas desde su investidura: en un análisis publicado en abril sobre 229 elecciones federales y estatales con candidatos de ambos partidos, principalmente comicios especiales al Congreso y a las cámaras legislativas estatales, los demócratas superaron en 193 de ellas la cuota de voto obtenida por Kamala Harris en 2024, con una mejora media de 5 puntos.⁶ En las elecciones a la alcaldía de Nueva York, la victoria de Zohran Mamdani, con una campaña centrada en la vivienda y el coste de la vida, aportó otra señal de que una

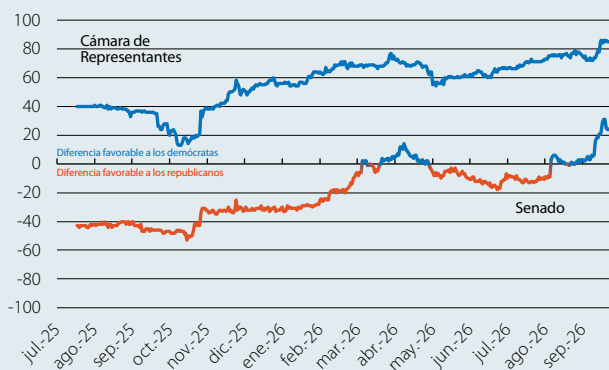
EE. UU.: diferencia de intención de voto entre demócratas y republicanos para las midterms



Nota: Cada punto representa el saldo de la diferencia para una encuesta. Los puntos de color naranja se corresponden con un saldo nulo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de The New York Times.

EE. UU.: diferencia de probabilidad para el control demócrata / republicano de las cámaras en las midterms (p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Polymarket (via Bloomberg).

propuesta económica de signo contrario podía ganar apoyo incluso en barrios donde el voto republicano había avanzado de forma significativa en las últimas presidenciales.

¿Han recibido los territorios del giro republicano el dividendo prometido?

La victoria de Trump en 2024 se apoyó en una mayor movilización republicana, la abstención de antiguos votantes demócratas y la preocupación por la inflación y la inmigración. Su avance fue territorialmente muy amplio: mejoró respecto a 2020 en 9 de cada 10 condados y ganó terreno especialmente en grandes áreas urbanas, territorios con elevada población inmigrante, el sur de Florida, la frontera de Texas y los estados industriales del Medio Oeste.⁷ La cuestión ahora es si esas zonas han obtenido lo que esperaban y si sus votantes perciben que su situación ha mejorado.

7. Economic Innovation Group (2024), «The Economic Geography of the 2024 Elections».

3. Véase el Focus «El nuevo escenario de aranceles en EE. UU. (edición vuelta al cole 2026)», en el IM09/2026, y el Focus «Políticas migratorias Trump 2.0: ¿el fin del American Dream?», en este mismo Informe Mensual.

4. Véase Brookings Institution (2025), «What History Tells Us About the 2026 Midterm Elections».

5. Véase The Cook Political Report (2026), «2026 Senate Race Ratings».

6. POLITICO (2026), «Democrats Have Made Up Ground in Nearly Every Election Since Trump Took Office». En cualquier caso, la señal debe interpretarse con cautela, por la menor participación habitual en las elecciones especiales y porque Harris había rendido por debajo de otros candidatos demócratas en algunos territorios.

Los datos disponibles no permiten identificar un dividendo económico diferencial en los territorios que protagonizaron el giro republicano. La economía estadounidense ha mantenido un crecimiento positivo, pero en agosto de 2026 solo ocho estados registraban un aumento interanual estadísticamente significativo del empleo no agrario, mientras que 10 presentaban incrementos apreciables de su tasa de paro respecto a un año antes.⁸ Estos datos muestran que la mejora laboral dista de ser generalizada, aunque no permiten establecer una relación causal con las políticas de Trump, y cabe recordar que la percepción entre los votantes también está condicionada por la identificación partidista.⁹

Por su parte, los aranceles ofrecen protección frente a la competencia exterior a los productores de acero y otros bienes, pero también elevan los costes de las empresas que utilizan metales y componentes importados. Esta tensión resulta especialmente relevante para el cinturón industrial de Michigan, Pensilvania, Wisconsin y Ohio. La evidencia disponible apunta a que los aranceles han encarecido los bienes importados sin generar hasta ahora una mejora apreciable del empleo agregado, con efectos laborales modestos y desiguales entre sectores y territorios.¹⁰ Además, el *shock* energético provocado por el conflicto en Oriente Próximo ha añadido nuevas presiones inflacionistas, con incidencia directa en el coste de los carburantes, uno de los precios más visibles para los hogares estadounidenses, y ha presionado al alza los tipos de interés, dificultando el cumplimiento de la principal expectativa económica depositada en Trump: reducir el coste de la vida.¹¹

La política migratoria presenta una tensión similar. Algunos análisis preliminares relacionan la intensificación de las operaciones y detenciones del servicio de control de inmigración y aduanas (ICE, por sus siglas en inglés) con caídas

locales de la oferta de trabajo, el consumo y el empleo, incluido el de trabajadores nacidos en EE. UU.¹² Su impacto puede ser, además, electoral. Trump elevó sustancialmente su apoyo entre los votantes latinos en 2024, impulsado en buena medida por el malestar económico, pero las elecciones de Virginia y Nueva Jersey de 2025 revirtieron parte de aquel avance. Las encuestas apuntan a que su respaldo está debilitándose en un contexto de precios elevados y exposición de estas comunidades a las operaciones migratorias, aunque todavía no está claro cuánto responde a cambios de voto y cuánto a una mayor movilización demócrata.¹³

El mayor desafío hasta 2028 será para la economía

Una derrota republicana no convertiría a Trump en un presidente sin poder, pero sí modificaría sus incentivos. Sin posibilidad de optar a la reelección y con menor capacidad legislativa, podría trasladar la iniciativa hacia ámbitos con mayor autonomía presidencial, como las políticas comercial, migratoria y exterior, elevando la incertidumbre regulatoria y geopolítica. Las *midterms* decidirán así cuánto de su agenda puede Trump financiar, blindar y convertir en un legado duradero. Para el Partido Republicano, una derrota plantearía además el dilema de mantener una agenda que moviliza a su base, pero que puede comprometer sus opciones en las presidenciales de 2028. Para EE. UU., lo que está en juego es el equilibrio entre capacidad de actuación y contrapoder institucional: un Congreso opositor podría limitar las decisiones más disruptivas y reducir las sorpresas legislativas, pero también abrir una etapa de bloqueo, mayor judicialización y menor previsibilidad presupuestaria. En definitiva, el equilibrio político que resulte de las urnas no será neutral para la economía estadounidense y condicionará el grado de incertidumbre durante los próximos años.

David Martínez Turégano

8. Bureau of Labor Statistics (2026), «State Employment and Unemployment, August 2026».

9. Sahm, C. (2026), «Consumer Sentiment Isn't Politics, but Politics Is Reshaping It».

10. Azzimonti, M. y Titcomb, J. (2026), «U.S. Import Tariffs in 2025: Realized Tariff Rates, Import Prices, and Local Labor-Market Effects», y Matschke, J. y Dzholos, M. (2025), «Higher Tariffs Might Have Created Headwinds to Employment Growth in 2025».

11. Federal Reserve Bank of Chicago (2026), «The Aftermath of the 2026 Oil Shock: Some Alternative Macroeconomic Scenarios».

12. Cox, E. y East, C. N. (2026), «Labor Market Impacts of ICE Activity in Trump 2.0», y Hernández, E. (2026), «ICE-ing the Economy: Immigration Enforcement Under Trump 2.0 and Local Economic Activity».

13. Pew Research Center (2025), «Voting Patterns in the 2024 Election»; Pew Research Center (2026), «Trump's approval rating hits second-term low among his Latino voters, though many still approve»; y CBS News (2025), «Latino Voters Swing Toward Democrats in 2025 After Trump's 2024 Historic Gains».

Políticas migratorias Trump 2.0: ¿el fin del *American Dream*?

El 250 aniversario de la Declaración de Independencia de EE. UU. coincide con uno de los momentos de su historia reciente en los que más se debate el alcance de uno de sus ideales fundacionales: la igualdad de todas las personas, su libertad para desarrollar un proyecto vital propio y su derecho a perseguir un futuro mejor, una visión que ha contribuido a definir el país como nación de inmigrantes y tierra de oportunidades. Las políticas migratorias restrictivas no son una novedad en la historia estadounidense, ni constituyen el rasgo distintivo de la segunda Administración Trump respecto a sus predecesoras. Lo novedoso reside en la amplitud y la rapidez de su aplicación, así como en su impacto potencial sobre principios constitucionales, desde la ciudadanía por nacimiento hasta las garantías procesales básicas. Aunque sus consecuencias sociopolíticas a medio plazo siguen siendo inciertas, ya se observan algunos efectos económicos relevantes: un menor impulso demográfico, tensiones en segmentos específicos del mercado laboral y una posible erosión de la capacidad de EE. UU. para atraer talento internacional.

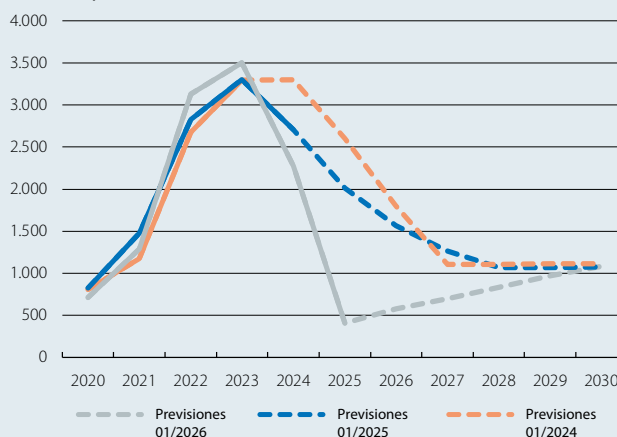
Restricciones de amplio espectro: de la gestión de los flujos a la reducción del stock migratorio

El giro migratorio de Trump 2.0 comenzó el mismo día de su toma de posesión. El 20 de enero de 2025, el presidente firmó varias órdenes ejecutivas destinadas a reforzar el control de la frontera, restringir el acceso al asilo, ampliar las facultades de detención y expulsión y revisar distintas vías de inmigración legal y humanitaria. Entre otras medidas, se cancelaron las citas previas para solicitar asilo que se tramitaban por vía electrónica; se reactivó el programa *Remain in Mexico* por el que los solicitantes de asilo deben esperar la resolución del procedimiento en suelo mexicano; se amplió el recurso a los procedimientos de expulsión acelerada; y se suspendieron o limitaron diversos programas de admisión de refugiados, autorizaciones temporales (*parole*) y mecanismos de protección temporal frente a la expulsión para determinadas nacionalidades. A ello se añadieron nuevas restricciones de entrada (*travel bans*) para ciudadanos de 19 países (ampliadas después a 39 países), mayores exigencias de control para la obtención de visados y medidas destinadas a fomentar la «autodeportación» y reducir el atractivo de la permanencia irregular.

Aunque muchas de estas herramientas tienen precedentes en administraciones anteriores, la novedad de Trump 2.0 reside en su aplicación simultánea a lo largo de todo el ciclo migratorio: desde la entrada al territorio y el acceso al asilo hasta la permanencia, la regularización o la expulsión. Obama combinó elevados niveles de deportación con mecanismos de alivio administrativo como la DACA, que protegía temporalmente de la deportación a inmigrantes indocumentados llegados al país siendo menores

Inmigración neta en EE. UU.

(Miles de personas)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la CBO.

de edad; Trump 1.0 introdujo los *travel bans*, el muro fronterizo y el *Remain in Mexico*; y Biden trató de canalizar los flujos mediante vías legales y humanitarias, aunque endureció progresivamente la frontera. Trump 2.0 va un paso más allá al intentar reducir tanto las nuevas entradas como el stock de inmigrantes ya presentes en el país.

El cambio resulta especialmente visible en el terreno jurídico. La actual Administración intentó restringir mediante orden ejecutiva la ciudadanía automática por nacimiento reconocida por la 14.ª Enmienda de la Constitución, pero el Tribunal Supremo invalidó la medida en junio de 2026. Posteriormente, una orden de alcance más limitado también ha sido bloqueada provisionalmente por un tribunal federal. Asimismo, ha impulsado una expansión de las expulsiones aceleradas y de la detención administrativa que ha reabierto el debate sobre el alcance de las garantías procesales aplicables a los no ciudadanos y sobre los límites constitucionales de la política migratoria, incluyendo el papel de los tribunales federales en el control de las decisiones del Ejecutivo en esta materia.

Impacto económico: menor impulso demográfico y tensiones en el mercado laboral

Los efectos de las medidas descritas en la sección anterior ya han empezado a reflejarse en las dinámicas demográficas y laborales de EE. UU. Tomando como referencia las últimas proyecciones de población de la Congressional Budget Office (CBO), la llegada de la segunda Administración Trump ha comportado una reducción significativa de los flujos de inmigración neta previstos para los próximos años (véase el primer gráfico). Aunque la CBO ya anticipaba una normalización de los flujos tras los elevados registros de los años anteriores, en septiembre de 2025 redujo en 1,6 millones su previsión de inmigración neta para ese año res-

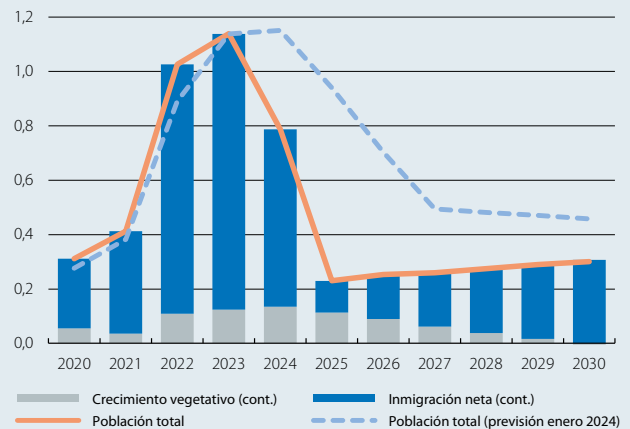
pecto a la publicada en enero. En conjunto, la inmigración neta acumulada entre 2025 y 2030 sería aproximadamente 3,5 millones inferior a la prevista antes de la llegada de la actual Administración.¹ Esta revisión es especialmente relevante porque el país ya se encuentra en una fase en la que la inmigración es decisiva para sostener el crecimiento demográfico, una dependencia que se intensificará a partir de 2030, cuando, según la propia CBO, las defunciones superarán a los nacimientos y el saldo vegetativo pasará a ser negativo (véase el segundo gráfico).

Las implicaciones trascienden la dimensión demográfica y alcanzan directamente al mercado de trabajo. Los inmigrantes representan cerca de una quinta parte de la fuerza laboral estadounidense (19,1% en 2025) y desempeñaron un papel fundamental en la expansión del empleo observada tras la pandemia.² Sin embargo, el crecimiento de la población activa nacida en el extranjero se ha moderado significativamente desde 2025 en consonancia con la desaceleración de los flujos migratorios. Algunas estimaciones atribuyen a la menor inmigración entre el 40% y el 60% de la desaceleración de la creación de empleo no agrícola observada durante 2025, aunque el debilitamiento más general de la demanda laboral también desempeñó un papel relevante.³ Aunque por ahora no se observa una escasez generalizada de mano de obra ni un impacto significativo sobre los salarios agregados, los efectos ya son visibles en ciertas actividades y territorios donde el porcentaje de mano de obra extranjera es más elevado. El *Beige Book* de la Reserva Federal de octubre de 2025 ya identificaba tensiones de oferta laboral en agricultura, construcción, hostelería y manufacturas asociadas a los cambios en la política migratoria, con menciones explícitas a dificultades de contratación, retrasos en ciertos proyectos y presiones salariales en determinados mercados regionales, aspectos que han sido recogidos también en informes posteriores.⁴

Un canal adicional afecta a la capacidad de EE. UU. para atraer talento internacional. Las restricciones migratorias no se han limitado a empleos de menor cualificación: también alcanzan a estudiantes, investigadores y trabajadores con estudios superiores. En el ámbito universitario, las nuevas matriculaciones internacionales cayeron un 17% en otoño de 2025 y los centros encuestados sitúan las dificultades para la obtención de visados y las restricciones de viaje entre los principales factores explicativos.⁵ Este

Previsiones de población (enero de 2026)

Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la CBO.

retroceso resulta especialmente importante porque las universidades constituyen una de las principales puertas de entrada al mercado laboral para el talento internacional y una fuente esencial de capital humano para sectores intensivos en conocimiento.⁶ A ello se añaden nuevas restricciones y mayores exigencias burocráticas para determinados visados académicos y profesionales, que han incrementado la incertidumbre en actividades como la tecnología, las finanzas, la investigación científica o la innovación avanzada. Todavía es pronto para concluir que se está produciendo una reasignación de talento hacia otros destinos, pero, de consolidarse, esta tendencia podría limitar la disponibilidad del capital humano necesario para aprovechar plenamente el actual ciclo inversor en IA y traducirlo en ganancias de productividad.⁷

Medidas contra la historia...

La experiencia sugiere que las restricciones migratorias rara vez eliminan las necesidades económicas que impulsan los movimientos de población. En EE. UU., tanto la *Chinese Exclusion Act* de 1882 como la finalización del programa *Bracero* en 1964 se justificaron, en parte, por la expectativa de mejorar las oportunidades laborales de la población nativa.⁸ Sin embargo, la evidencia posterior apunta a efectos limitados sobre los salarios y el empleo, mientras que los principales ajustes se produjeron a través de cambios tecnológicos, reorganizaciones productivas o una menor actividad económica en los territorios más

1. Estimación a partir de Congressional Budget Office (2025), «The Demographic Outlook: 2025 to 2055» y Congressional Budget Office (2026), «The Demographic Outlook: 2026 to 2056».

2. Bureau of Labor Statistics (2026), «Labor Force Characteristics of Foreign-Born Workers: 2025».

3. Mongey, S. (2025), «Immigration Can't Explain Declining Employment Growth».

4. Federal Reserve System (2025), «Beige Book, October 2025».

5. Baer, J. y Ekin, S. (2025), «Fall 2025 Snapshot on International Student Enrollment».

6. Según datos de la National Science Foundation, cerca de tres cuartas partes de los titulados internacionales que obtuvieron un doctorado en ciencia e ingeniería en EE. UU. entre 2017 y 2019 con un visado temporal todavía residían en el país en 2023.

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

8. La *Chinese Exclusion Act* suspendió desde 1882 la entrada de trabajadores chinos en EE. UU., mientras que el programa *Bracero* canalizó entre 1942 y 1964 la contratación temporal de trabajadores mexicanos, principalmente para la agricultura.

afectados.⁹ Aunque responde a un contexto institucional distinto, la experiencia británica tras el *brexít* apunta en una dirección semejante. El fin de la libre circulación de trabajadores europeos en enero de 2021 provocó una reducción significativa de la inmigración procedente de la UE y tensiones de oferta laboral en determinados sectores, especialmente aquellos más dependientes de trabajadores comunitarios.¹⁰ Sin embargo, parte de esa caída fue compensada posteriormente por una mayor llegada de inmigrantes de fuera de la UE, sin que la evidencia disponible apunte a mejoras generalizadas del empleo o los salarios de la población nativa atribuibles al endurecimiento migratorio.

La principal lección es que una política migratoria eficaz requiere algo más que restricciones de entrada. También necesita mecanismos creíbles de cumplimiento de la legislación, seguridad jurídica para trabajadores y empresas, y cooperación con los países vecinos para gestionar flujos que responden a fuerzas económicas y demográficas de largo plazo. Además, la pérdida de competitividad

relativa de algunos sectores industriales estadounidenses frente a China difícilmente puede explicarse por la inmigración. La capacidad innovadora, las infraestructuras, la calidad institucional, la disponibilidad de capital humano adecuado y la fortaleza de los ecosistemas tecnológicos y productivos parecen factores mucho más determinantes para explicar la posición competitiva de una economía. En este sentido, la política migratoria puede complementar una estrategia de competitividad, pero difícilmente sustituirla.

En un contexto de envejecimiento poblacional,¹¹ la cuestión no es tanto si EE. UU. seguirá siendo una nación de inmigrantes, sino si mantendrá la capacidad de atraer y retener el talento y la mano de obra que han contribuido históricamente a su dinamismo y competitividad económicos, y, con ello, a su condición de tierra de oportunidades.¹² Esta circunstancia bien pudiera ser aprovechada por la UE para impulsar su ambiciosa (y necesaria) agenda de competitividad,¹³ poniendo quizás los mimbres para alumbrar un *European Dream*.

David Martínez Turégano

9. Clemens, M., Lewis, E. y Postel, H. (2018), «Immigration Restrictions as Active Labor Market Policy: Evidence from the Mexican Bracero Exclusion», y Long, J., Medici, C., Qian, N. y Tabellini, M. (2024), «The Impact of the Chinese Exclusion Act on the Economic Development of the Western US».

10. Portes, J. y Springford, J. (2023), «Early Impacts of the Post-Brexit Immigration System on the UK Labour Market, Centre for European Reform».

11. Véase el Dossier [«Desafíos y políticas en la era de la longevidad»](#), en el IM09/2025.

12. National Academies of Sciences, Engineering, and Medicine (2017), «The Economic and Fiscal Consequences of Immigration».

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

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	07/26	08/26	09/26
Actividad									
PIB real	3,0	2,3	2,6	2,0	2,6	2,2	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,5	4,6	3,9	4,6	5,6	4,7	5,6	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	96,1	97,4	94,2	90,7	92,2	90,2	88,6	81,9
Producción industrial	–0,7	1,1	1,7	1,6	0,8	1,5	1,1	1,4	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,7	48,2	52,6	53,3	55,6	54,6	54,5
Viviendas iniciadas (miles, promedio mensual)	1.370	1.356	1.347	1.323	1.418	1.345	1.309	1.275	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (índice)	330	339	338	341	343	344	346	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,3	4,5	4,3	4,3	4,1	4,1	4,2
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,1	59,8	59,6	59,7	59,3	59,1	58,9	59,1	59,2
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,7	–3,3	–3,4	–3,1	–2,5	–2,3	–2,3	...	...
Precios									
Inflación general	3,0	2,7	2,9	2,7	2,7	3,9	3,4	3,4	...
Inflación núcleo	3,4	2,9	3,1	2,6	2,5	2,7	2,5	2,4	...

JAPÓN

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Actividad									
PIB real	0,1	1,2	0,6	0,4	0,6	0,9	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	37,2	34,7	34,8	36,7	36,9	33,2	34,9	35,5	35,4
Producción industrial	–3,0	0,1	–1,1	–1,3	1,2	1,9	3,9	3,4	...
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	2,4	2,5	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,3	–0,4	...
Precios									
Inflación general	2,7	3,2	3,0	2,5	1,4	1,5	1,9	1,9	...
Inflación subyacente	2,5	3,0	3,2	3,0	2,5	1,8	1,9	2,0	...

CHINA

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Actividad									
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	0,6	0,4	...
Producción industrial	5,6	5,9	5,8	5,0	6,0	4,6	4,5	5,2	...
PMI manufacturas (oficial)	49,8	49,6	49,5	49,4	49,6	50,2	49,2	49,8	50,1
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	997	1.186	1.174	1.186	1.173	1.175	1.190	1.207	...
Exportaciones	4,6	5,5	6,5	3,8	14,5	20,0	23,6	24,7	...
Importaciones	1,0	0,3	4,7	3,7	23,6	29,4	27,5	28,2	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,1	–0,2	0,6	0,8	1,1	0,5	0,8	...
Tipo de interés de referencia ³	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,2	7,1	6,9	6,8	6,8	6,7	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 & 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	07/26	08/26	09/26
Ventas al por menor (variación interanual)	1,3	2,4	2,0	2,4	2,0	1,4	0,4	0,8	...
Producción industrial (variación interanual)	-2,9	1,7	1,4	1,9	-1,8	-0,1	0,0	...	...
Confianza del consumidor	-12,6	-13,4	-13,7	-12,9	-13,7	-19,0	-15,9	-15,5	-16,5
Sentimiento económico	95,9	95,9	95,8	97,0	98,1	94,5	97,1	98,4	97,9
PMI manufacturas	45,9	49,1	50,1	49,5	50,6	51,7	51,9	52,7	52,9
PMI servicios	51,5	51,3	50,9	53,0	51,2	48,2	51,7	51,6	53,0
Mercado de trabajo									
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	8,2	...
Italia (% pobl. activa)	6,6	6,0	5,9	5,7	5,6	5,7	6,0	6,2	...
PIB real (variación interanual)	1,1	1,3	1,2	1,1	0,6	1,2	-	-	-
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)	0,9	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	07/26	08/26	09/26
General	2,4	2,1	2,1	2,1	2,0	3,0	2,9	3,2	3,8
Núcleo	2,8	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,5	2,4	2,5

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	07/26	08/26	09/26
Saldo corriente	3,0	2,1	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	...	...
Alemania	5,8	4,4	4,6	4,4	4,3	4,4	4,5	...	...
Francia	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,4	...	...
Italia	1,1	1,1	1,1	1,1	1,4	1,3	1,3	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,5	96,4	98,2	97,8	97,6	97,1	96,5	97,2	97,0

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	0,8	2,7	2,9	3,0	3,0	3,8	4,4	4,2	...
Crédito a hogares ^{2,3}	0,5	2,2	2,5	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,2	3,3	3,3	3,4	3,6	3,4	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	4,6	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	3,7	3,9	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-3,9	5,0	5,6	5,4	5,2	3,9	3,3	2,9	...
Otros depósitos a corto plazo	12,4	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	1,7	3,7	4,1	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	4,4	0,9	0,8	2,7	4,2	7,1	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	3,0	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	2,1	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 mantiene el pulso, pero la inflación gana protagonismo

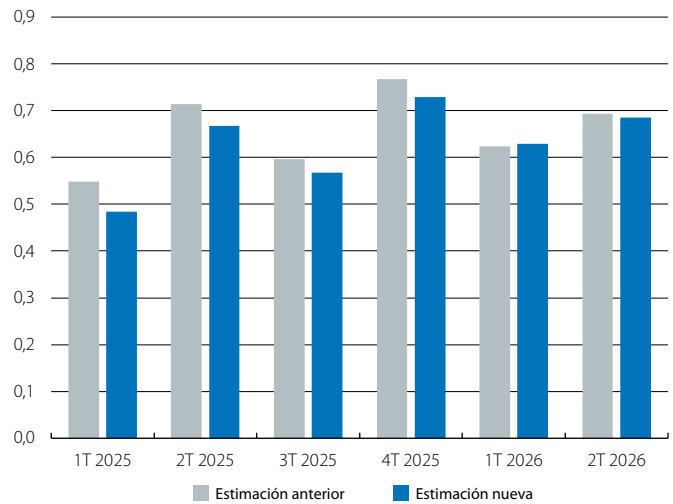
La economía española llega al tramo final de 2026 con un crecimiento sólido y una demanda interna que ha ganado protagonismo, aunque el repunte de la inflación y la mayor incertidumbre en torno al conflicto del golfo Pérsico aconsejan mantener la cautela. En su revisión habitual, el INE confirmó el buen tono de la economía en el 2T y reforzó la lectura de un crecimiento apoyado principalmente en sus motores domésticos. A las puertas del cierre del 3T, los indicadores apuntan a que la actividad mantiene un buen ritmo de avance, impulsada por el dinamismo del mercado laboral y de los servicios. Sin embargo, el encarecimiento de la energía ha situado la inflación cerca del 5% y podría moderar la capacidad de consumo de los hogares en los próximos meses.

El crecimiento del 2T se apoya con mayor claridad en la demanda interna. La revisión del INE confirma esta lectura: la economía mantuvo un crecimiento sólido en el 2T, con un avance del PIB del 0,7% intertrimestral. También refuerza el protagonismo de la demanda interna, que aportó 1,1 p. p. al crecimiento, gracias al dinamismo del consumo privado y de la inversión: el consumo privado avanzó un 1,2% intertrimestral y la inversión creció un 1,4%. En contraste, la demanda externa restó 0,5 p. p. al crecimiento, debido al fuerte aumento de las importaciones, como cabría esperar en un contexto de fortaleza del gasto interno. Esta composición refleja una economía menos dependiente del impulso exterior, pero también más expuesta a una eventual pérdida de poder adquisitivo de los hogares. Por ahora, el colchón de ahorro y la creación de empleo continúan sosteniendo el consumo, aunque la aceleración de los precios podría empezar a presionar la renta real de los hogares.

Los indicadores del 3T muestran un avance desigual entre sectores. La información más reciente apunta a que la actividad mantuvo un buen ritmo de avance en el 3T, aunque con señales mixtas. El PMI de servicios alcanzó los 58,3 puntos en septiembre y se situó en un promedio de 58,1 puntos en el 3T, muy por encima del umbral de expansión marcado por los 50 puntos. La industria manufacturera también mejoró al cierre del trimestre, con un PMI de 51,0 puntos, si bien el promedio trimestral, de 50,2 puntos, refleja un ritmo de avance más moderado. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas retrocedieron un 0,4% interanual por segundo mes consecutivo en agosto, lo que se suma al debilitamiento observado en este indicador desde el inicio del conflicto. En conjunto, la pujanza de los servicios compensa la mayor debilidad del consumo minorista y de la industria, aunque la inflación podría debilitar aún más el consumo al erosionar el poder adquisitivo de los hogares.

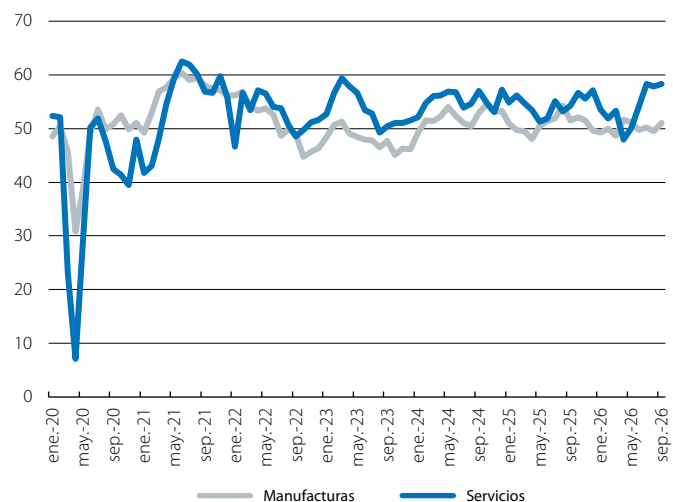
La energía sigue presionando la inflación al alza. Uno de los principales factores de riesgo en el escenario actual es el repunte de la inflación. La inflación general aumentó 6 décimas en septiembre, hasta el 4,9%, y la subyacente subió 2 décimas, hasta el 3,1%. El repunte volvió a concentrarse en la energía, cuya inflación alcanzó el 21,6%, en un contexto de encarecimiento del petróleo y del gas, y cambios en las ayudas a los combustibles. No obstante, las presiones inflacionistas también se acentuaron en algunos de los

España: PIB Variación intertrimestral (%)



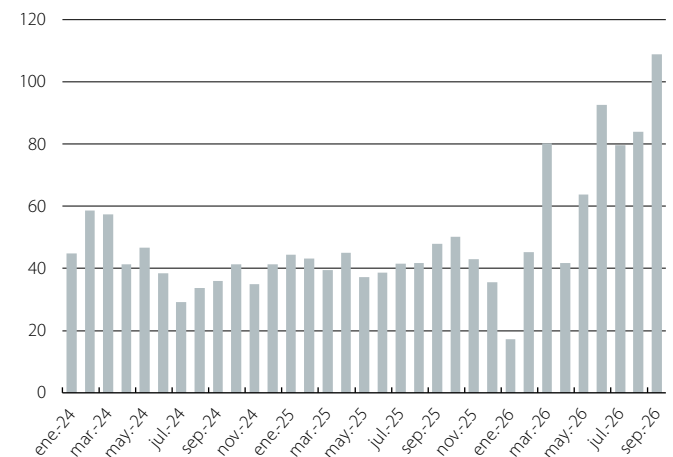
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PMI Índice (>50 expansión; <50 contracción)



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

España: afiliados a la Seguridad Social Variación intermensual (miles)



Nota: Serie desestacionalizada.

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

componentes subyacentes, como los bienes industriales, mientras que la inflación de los servicios se mantuvo en registros aún cercanos al 4%. Aunque el dato supera el rango previsto por CaixaBank Research e introduce riesgos al alza sobre nuestra previsión de inflación, las medidas aprobadas por el Gobierno, entre las que destacan el refuerzo a los descuentos sobre los carburantes hasta los 20 céntimos por litro y la reducción del IVA aplicado a la electricidad del 21% al 10%, podrían situar la inflación ligeramente por debajo del 4% en los próximos meses, lo que permitirá amortiguar parte del *shock*.

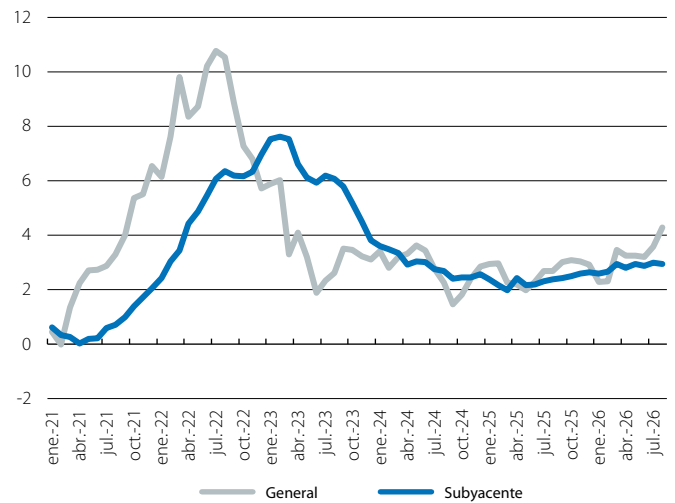
El empleo mantiene un ritmo elevado, condicionado por la regularización. El mercado laboral cerró el 3T con un avance notable. La afiliación media aumentó en 92.327 personas en septiembre, un 0,4% respecto a agosto, por encima del avance habitual en este mes. El dato continuó condicionado por la regularización extraordinaria, que desde abril ha facilitado el alta de 420.000 personas en la Seguridad Social, 83.000 de ellas en septiembre. En términos desestacionalizados, la afiliación aumentó en 108.832 personas, un 0,5% intermensual, 1 décima más que el promedio de los tres meses anteriores. Sin embargo, dado el impacto de la regularización sobre el dato de afiliación, esta aceleración no puede atribuirse a una mejora de la dinámica de fondo. Los próximos datos, una vez disminuya la contribución de este proceso, permitirán valorar con mayor precisión la fortaleza del mercado laboral.

El ahorro de los hogares sigue ofreciendo un colchón relevante. A diferencia del episodio inflacionista anterior, los hogares afrontan el actual desde una posición financiera relativamente holgada. La tasa de ahorro se moderó suavemente en el 2T, ya que el gasto en consumo creció más que la renta bruta disponible. El buen comportamiento de esta última, impulsado principalmente por la fortaleza del mercado laboral, evitó un descenso más acusado. En concreto, la renta bruta disponible aumentó un 5,5% interanual, frente al 7,1% del gasto en consumo, y la tasa de ahorro descendió hasta el 11,5% de la renta bruta disponible, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 12,6% de un año antes. Pese a esta moderación, la tasa de ahorro se mantiene claramente por encima del promedio del 8,6% registrado entre 2000 y 2019. Los hogares disponen, por tanto, de cierto margen para amortiguar el impacto del repunte de la inflación sobre el consumo, aunque este colchón se irá reduciendo si el gasto continúa creciendo por encima de la renta.

La demanda de vivienda sigue elevada y las presiones sobre los precios persisten. Las compraventas cayeron un 5,1% interanual en julio y acumularon unas 409.000 operaciones entre enero y julio, un 3,0% menos que en el mismo periodo del año anterior, pero todavía se mantienen en niveles relativamente elevados, similares a los de 2023 y 2024. La corrección es generalizada, con retrocesos visibles en Madrid y Barcelona. Por ahora, esta evolución parece responder más a una corrección tras el fuerte avance de 2025 que a un debilitamiento significativo de la demanda. El precio de la vivienda también moderó su ritmo: el valor de tasación aumentó un 12,5% interanual en el 2T, frente al 13,9% del trimestre anterior, y avanzó un 1,7% intertrimestral. Aunque esta desaceleración introduce un sesgo a la baja sobre la previsión de crecimiento de los precios, la oferta continúa siendo insuficiente para atender una demanda que se mantiene en niveles elevados. En consecuencia, las presiones alcistas probablemente seguirán siendo significativas en los próximos trimestres.

España: IPC

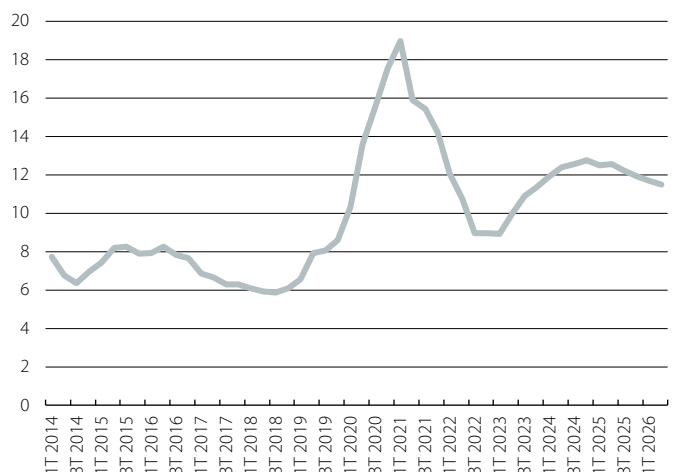
Variación interanual (%)



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

España: tasa de ahorro de los hogares

(% sobre la renta bruta disponible)

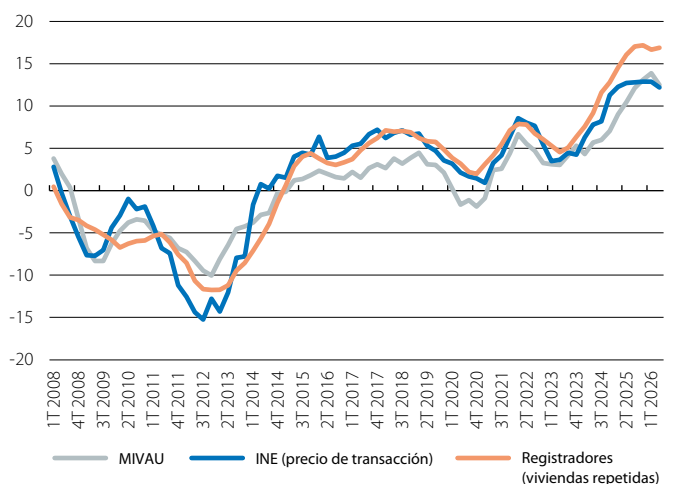


Nota: Acumulado de cuatro trimestres.

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

España: precio de la vivienda

Variación interanual (%)



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

España: perspectivas macroeconómicas para 2027

El conflicto geopolítico en Oriente Próximo sigue marcando el pulso de la coyuntura macroeconómica. En julio, se reanudaron las hostilidades entre EE. UU. e Irán y, desde entonces, han aumentado las tensiones en los mercados energéticos. A pesar de este entorno adverso, la economía española mantiene un ritmo de crecimiento sólido. En el 2T, el PIB creció un 0,7% intertrimestral, impulsado por el consumo privado, la inversión y las exportaciones de servicios. El avance superó nuestra previsión, situada en el 0,5%. Además, los indicadores disponibles para el 3T sugieren que esta buena dinámica se mantiene: la confianza continúa en niveles elevados, la temporada alta turística ha arrojado resultados muy positivos y el empleo sigue creciendo con fuerza, en parte gracias al proceso de regularización.

Aunque España afronta este nuevo episodio de tensión geopolítica internacional desde una posición de fortaleza, el encarecimiento de la energía, el endurecimiento de las condiciones financieras y el deterioro del entorno internacional mantendrán la inflación elevada y restarán dinamismo a la actividad. Por ello, la incorporación de los últimos datos nos lleva a revisar al alza, en 0,2 p. p., la previsión de crecimiento del PIB para 2026, hasta el 2,6%. En cambio, mantenemos sin cambios la previsión para 2027, en el 2,0%, para incorporar estos mayores vientos de cara.

Los supuestos del nuevo escenario

Nuestro escenario central contempla que las tensiones geopolíticas disminuyan gradualmente en los próximos meses, pero no contamos con una resolución definitiva a los distintos conflictos en marcha durante el próximo año.

De hecho, no pueden descartarse episodios puntuales de tensión, si bien este escenario central supone que deberían ser limitados en el tiempo.

El conflicto internacional afecta a nuestra economía principalmente a través del canal energético. Este se traduce en un aumento de la inflación y, como consecuencia de la respuesta de los bancos centrales a esta situación, un incremento de los tipos de interés.

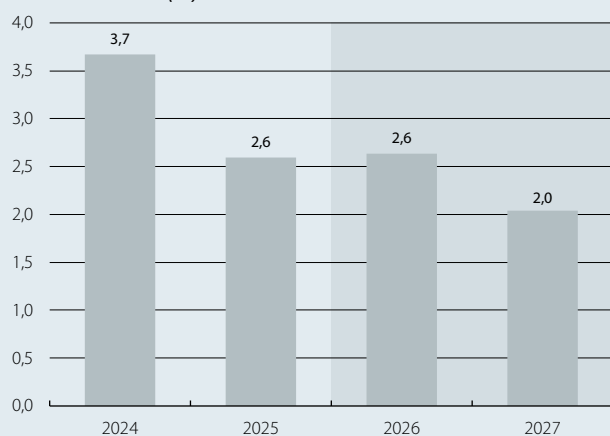
Prevedemos que el precio del petróleo se sitúe, en promedio, cerca de los 87 dólares por barril en 2026 y se modere hasta los 78,5 dólares en 2027. La cifra prevista para 2027 es alrededor de un 20% superior a la que descontaba el mercado en febrero, antes del inicio del conflicto en el Golfo. Se trata de una evolución coherente con un escenario de moderación de las tensiones, pero sin una resolución definitiva. Del mismo modo, prevemos que el precio del gas natural se sitúe, en promedio, en 53 euros/MWh en 2026 y descienda hasta los 45 euros/MWh en 2027, cerca de un 70% por encima de nuestra previsión anterior al conflicto.¹

El aumento de la curva de precios de la energía también ha elevado las expectativas sobre los tipos de interés. El BCE ha subido ya el tipo *depo* en dos ocasiones este año, hasta situarlo en el 2,5%, y el mercado espera entre tres y cuatro aumentos adicionales. Este cambio también se ha trasladado al euríbor, que recientemente ha fluctuado entre el 3,3% y el 3,4%, 80-90 p. b. por encima de nuestra previsión anterior al inicio del conflicto.

En conjunto, nos encontramos ante un escenario más adverso, con precios de la energía y tipos de interés más elevados durante más tiempo.

España: PIB real

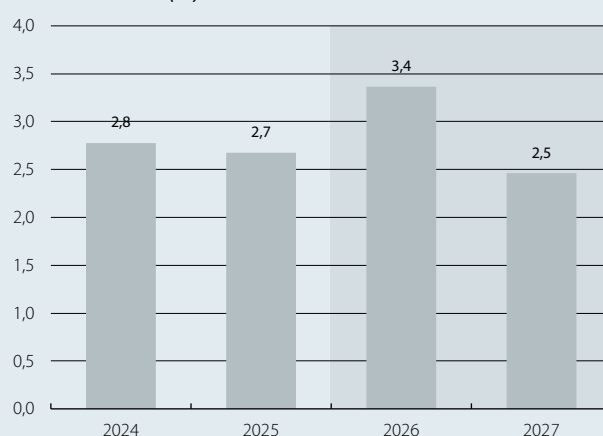
Variación anual (%)



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

España: inflación

Variación anual (%)



1. Las previsiones de precio del Brent y del gas natural se realizaron usando el promedio del precio de los mercados de futuros de la segunda mitad de agosto.

El crecimiento se modera, pero se mantiene en cotas elevadas

La inflación es la principal vía de transmisión del conflicto a nuestra economía. En España, prácticamente alcanzó el 5% en septiembre y prevemos que se mantenga en cotas elevadas durante el resto del año. Los *shocks* inflacionarios se transmiten en tres etapas. En primer lugar, se produce el impacto directo del aumento del precio de la energía. Entre seis y doce meses después, aparecen los efectos indirectos sobre otros componentes de la cesta, a medida que los mayores costes de producción se trasladan a los precios de otros bienes y servicios. Por último, con un desfase superior a un año, pueden surgir efectos de segunda ronda, derivados de mayores demandas salariales.

Por el momento, prevemos que los efectos indirectos y de segunda ronda sean limitados. Pese a todo, el *shock* energético actual es muy inferior al registrado en 2022, el BCE está reaccionando con rapidez y el punto de partida es muy distinto. Entonces, la salida de la pandemia tensionó las cadenas logísticas globales y generó presiones inflacionistas, a las que posteriormente se sumó el *shock* energético. En este contexto, prevemos que la inflación se sitúe en el 3,4% en el conjunto de 2026 y se modere hasta el 2,5% en 2027. De todas formas, el riesgo de que este episodio energético sea más persistente de lo previsto es elevado.²

Afortunadamente, la economía española cuenta con varios factores que amortiguan el impacto del *shock*. La situación financiera de los hogares y las empresas es favorable, con ratios de deuda sobre el PIB en mínimos históricos, lo que atenúa el efecto del aumento de los tipos de interés.³ Asimismo, en el 2T, la tasa de ahorro de los hogares se situaba en el 11,5% de la renta bruta disponible, claramente por encima del promedio del 7,3% registrado entre 2015 y 2019. Este nivel de ahorro proporciona a los hogares un colchón para absorber el aumento de la inflación sin ajustar bruscamente sus decisiones de consumo. Por último, los datos confirman el buen comportamiento del sector turístico. Pese a las dudas puntuales sobre la disponibilidad de queroseno para aviación, un riesgo que no se ha materializado este verano, el sector se ha beneficiado de una redirección de los flujos turísticos hacia España, percibida como un destino seguro frente a la inestabilidad en Oriente Próximo. Ello ha favorecido unos registros excelentes tanto en el 2T como durante la temporada alta.⁴

Más allá de los vientos de cara derivados del conflicto y de estos factores de amortiguación, la economía seguirá creciendo de la mano de la demanda interna, apoyada en el consumo y la inversión. Al mismo tiempo, las exportaciones de servicios, tanto turísticos como no turísticos, continuarán mostrando un buen comportamiento.

El crecimiento demográfico, impulsado por los intensos flujos de inmigración, seguirá favoreciendo el consumo privado. Por su parte, la inversión continuará beneficiándose del elevado nivel de confianza y del impulso de los fondos europeos. Aunque su ejecución presupuestaria está prácticamente completada, su traslación a la economía real se produce con cierto desfase, por lo que todavía deberían apoyar el crecimiento de la inversión durante este año y el próximo.

En cambio, el débil crecimiento de nuestros principales socios comerciales, el giro proteccionista de EE. UU. y el conflicto en Oriente Próximo seguirán lastrando las exportaciones de bienes, que previsiblemente mantendrán un tono muy moderado.

En conjunto, hemos revisado al alza en 0,2 p. p. la previsión de crecimiento del PIB para 2026, hasta el 2,6%, tras incorporar la sorpresa positiva del dato del 2T. En cambio, mantenemos sin variación la previsión para 2027, en el 2,0%. Aunque los últimos datos apuntan a una inercia de crecimiento mayor de lo esperado, este efecto queda neutralizado por el aumento de las expectativas de tipos de interés y de inflación.

Los riesgos sobre el escenario, sin embargo, están sesgados a la baja. Las probabilidades de que el conflicto en Oriente Próximo se enquistase o escale son mayores ahora que hace apenas unos pocos meses. De materializarse estos riesgos, cabría esperar, entre otros, una mayor inflación, mayores tipos de interés y un deterioro de la confianza, lo cual todo redundaría en un mayor lastre sobre la actividad.

Oriol Carreras Baquer

2. Véase el Focus [«Perspectivas y condiciones financieras para la economía internacional: otoño 2026»](#), en este mismo *Informe Mensual*.

3. La deuda de las empresas no financieras se situó en el 81,8% del PIB en el 1T 2026, cota que no se veía desde el año 2002 y muy inferior al promedio de la eurozona, del 103,3% del PIB. Por su parte, la deuda de los hogares se emplazó en el mismo trimestre en el 42,5% del PIB, un mínimo de la serie histórica, y también inferior a la cifra homóloga para la eurozona, del 50,2%.

4. Para una valoración de la temporada alta turística, véase el Focus [«La temporada alta vuelve a atraer al turista internacional»](#), en este mismo *Informe Mensual*.

La temporada alta vuelve a atraer al turista internacional a España

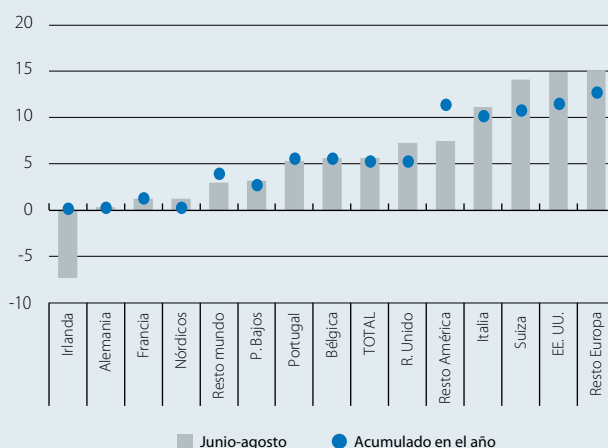
El sector turístico español ha vuelto a pisar el acelerador. Tras los años de intensa recuperación pospandemia, en 2025 empezó a aligerar el paso, pero los datos de la temporada alta de 2026 confirman un nuevo cambio de tendencia. El sector turístico español se ha beneficiado del redireccionamiento de los flujos turísticos que, tras el estallido del conflicto en Oriente Próximo, han encontrado en España un lugar seguro e igualmente atractivo.¹

Esta temporada alta, España recibió 1,8 millones de turistas internacionales más que el año pasado (+5,7% interanual entre junio y agosto), lo que situó el crecimiento acumulado desde enero en el 5,4%. El Reino Unido sigue siendo el principal mercado emisor de turistas y, en 2026, mostró un avance significativo, en un contexto de recuperación tras varios ejercicios de crecimiento muy discreto. También mostraron un notable dinamismo los países de Europa del Este, EE. UU., Suiza e Italia, cuyos flujos crecieron con fuerza y continuaron ganando peso dentro de la demanda internacional. Destaca también el mercado del Resto de América, que incluye América Latina, el más dinámico en lo que llevamos de 2026, si bien moderó su ritmo de crecimiento en los meses estivales. En contraste, Alemania y Francia, dos de los principales mercados para el sector español, registraron una evolución más débil de lo esperado.

El gasto del turista extranjero también mantuvo un tono dinámico durante la temporada alta, con un avance del 8,3% interanual. Este crecimiento estuvo respaldado tanto por el aumento de las llegadas como por la elevada inflación turística (cerca del 4% en el mismo periodo). Por su parte, el gasto medio por turista aumentó un 2,4% entre junio y agosto, un ritmo inferior al de los precios turísticos y al registrado un año antes (+3,8%). Por mercados emisores, los datos del INE de gasto medio por turista apuntan a una evolución especialmente positiva de los turistas alemanes, que compensó con creces la debilidad observada entre los turistas británicos. Por categorías, nuestro indicador de gasto total de turistas internacionales²

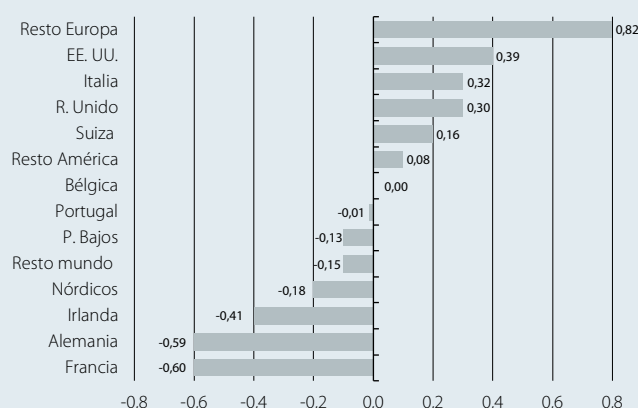
España: llegada de turistas internacionales en 2026

Variación interanual (%)



Diferencial en el peso sobre el total

Junio-agosto 2026 vs. mismo periodo 2025 (p. p.)



Nota: En el gráfico de arriba, los países están ordenados según el dato de temporada alta. En el gráfico de abajo, están ordenados según la diferencia de peso entre 2026 y 2025.

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

muestra un comportamiento especialmente favorable en restauración, con un crecimiento del 15,9%, mientras que el gasto en comercio y ocio avanzó a tasas cercanas a las del agregado y el alojamiento registró un crecimiento más moderado (véase el segundo gráfico).

En este contexto de renovado dinamismo de la demanda internacional, el sector hotelero ha vuelto a registrar una temporada alta positiva con una ocupación que alcanzó el 76,9% por habitación disponible, frente al 76,5% de un año antes. Esta mejora se ha visto acompañada de un sólido avance de la rentabilidad, del 6,0% interanual.

1. En este artículo, todos los indicadores analizados se refieren a una temporada alta que va desde junio hasta agosto.

2. El indicador de gasto turístico internacional en España recoge pagos presenciales y retiradas de efectivo realizados por los turistas internacionales en España. Se consideran como gasto de turistas internacionales los pagos efectuados en España en TPV de CaixaBank con las tarjetas emitidas por entidades extranjeras.

La evolución territorial confirma, además, la tendencia observada tras la pandemia hacia una mayor fortaleza de los destinos del norte peninsular, tradicionalmente menos atractivos para el turista. Cantabria, Asturias y Galicia han vuelto a mejorar sus niveles de ocupación y rentabilidad, si bien Asturias aún presenta margen de

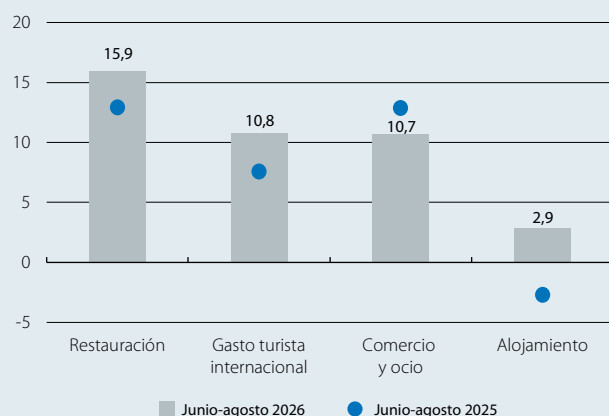
mejora en términos de ingresos por habitación disponible. En contraste, Madrid y Canarias destacan por una evolución menos favorable, con descensos en la ocupación respecto a 2025 y avances de la rentabilidad inferiores a la media.

Pedro Álvarez Ondina

España: gasto de los turistas internacionales

Indicador de gasto total de turistas internacionales de CaixaBank Research

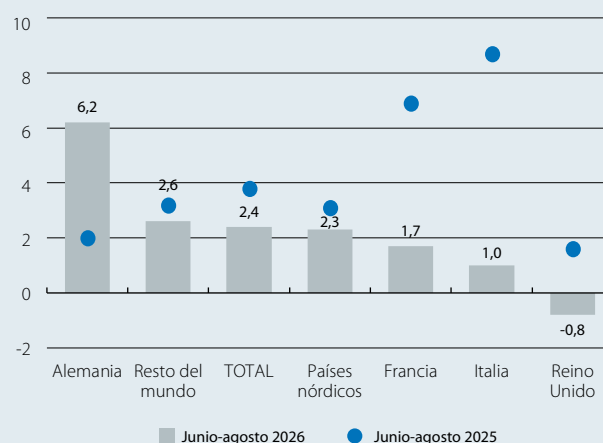
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

Gasto medio según mercado de origen

Variación interanual (%)

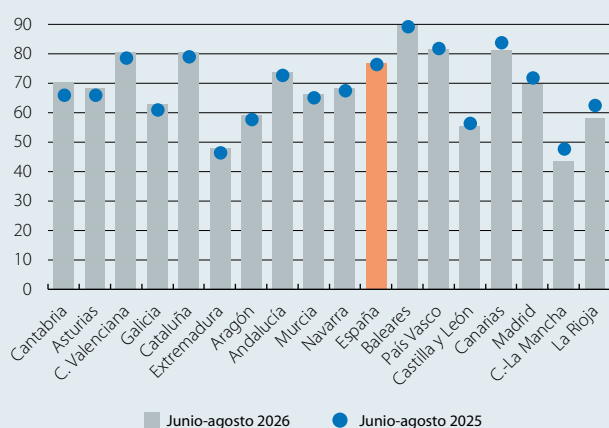


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: indicadores de ocupación y rentabilidad del sector hotelero

Grado de ocupación por habitación por CC. AA.

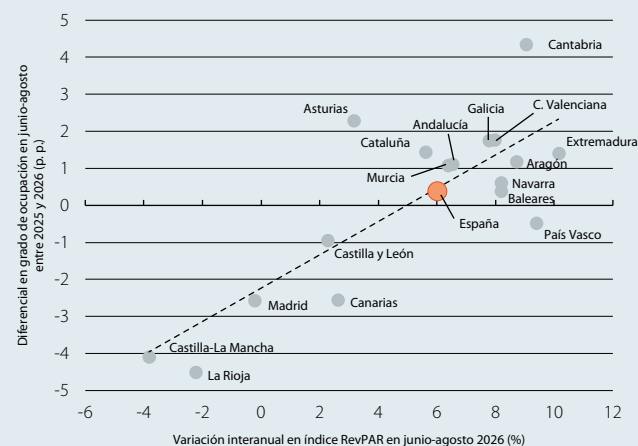
(% de ocupación por habitación disponible)



Nota: Las CC. AA. están ordenadas (de mayor a menor) según el diferencial entre 2026 y 2025.

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

Grado de ocupación y rentabilidad



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	07/26	08/26	09/26
Industria									
Índice de producción industrial	0,4	1,3	2,4	1,8	0,5	2,1	2,3	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-4,9	-4,8	-5,1	-3,9	-3,1	-4,0	-2,4	-3,6	-1,0
PMI de manufacturas (valor)	52,2	50,9	52,6	51,1	49,3	50,9	50,2	49,5	51,0
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	16,7	8,8	7,9	8,8	6,2	...	...	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	9,7	11,1	18,5	11,1	5,2	0,6	-1,0	...	...
Precio de la vivienda	8,4	12,7	12,8	12,9	12,9	12,2	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	4,3	3,2	2,7	3,2	3,5	4,3	...
PMI de servicios (valor)	55,3	54,5	54,2	56,4	52,9	50,7	58,3	57,8	58,3
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	1,7	4,3	4,5	4,2	3,3	0,8	-0,4	-0,4	...
Matriculaciones de automóviles	7,2	12,9	16,9	8,0	7,6	5,0	3,7	11,8	10,2
Indicador de sentimiento económico (valor)	103,1	103,1	102,7	104,3	105,2	103,0	104,3	102,1	105,5
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	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 ³	2,4	2,3	2,3	2,4	2,3	2,6	2,9	3,1	3,4
PIB	3,7	2,6	2,4	2,5	2,6	2,6	...	...	...

Precios

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
General	2,8	2,7	2,8	3,0	2,7	3,2	3,6	4,3	4,9
Subyacente	2,9	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	2,9	3,1

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	07/26	08/26	09/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,2	0,7	0,8	0,7	0,2	1,2	1,1	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,6	4,6	1,7	4,5	4,6	...	...
Saldo corriente	53,4	54,8	54,3	54,8	54,2	47,0	46,5	...	...
Bienes y servicios	69,0	65,1	64,7	65,1	67,7	61,7	62,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	-15,6	-10,3	-10,4	-10,3	-13,4	-14,7	-16,2	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	71,5	72,3	72,7	72,3	71,7	66,0	65,3	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	5,1	4,8	4,9	4,8	5,5	5,0	4,8	3,9	...
A la vista y preaviso	2,0	6,7	7,2	6,7	7,1	5,0	4,2	3,0	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	23,5	-4,7	-6,6	-4,7	-2,2	5,4	8,0	8,9	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	23,1	4,9	7,2	4,9	5,0	8,5	4,6	4,7	...
TOTAL	6,3	4,8	5,1	4,8	5,5	5,3	4,8	4,0	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	3,5	2,8	3,5	3,8	2,0	3,3	3,2	...
Empresas no financieras	0,4	2,9	2,3	2,9	3,7	3,8	4,5	4,4	...
Hogares - viviendas	0,3	3,5	2,9	3,5	3,7	3,7	3,8	3,7	...
Hogares - otras finalidades	2,3	4,6	3,7	4,6	4,3	-6,8	-0,9	-0,8	...
Administraciones públicas	-2,6	10,7	12,9	10,7	8,1	8,3	2,5	1,6	...
TOTAL	0,5	3,9	3,4	3,9	4,1	2,4	3,3	3,1	...
Tasa de morosidad (%)⁶	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.

Mayor crecimiento y más inflación en Portugal

La publicación de las series históricas del PIB dio lugar a una **revisión al alza del crecimiento en los dos primeros trimestres de 2026** y situó el avance semestral en el 2,5%, 1 décima más que en la estimación anterior. Asimismo, la revisión sitúa el crecimiento de 2024 en el 2,7% (una revisión al alza de 5 décimas) y mantiene el crecimiento de 2025 en el 1,9%. La demanda interna se mantuvo como el principal motor del crecimiento en la primera mitad de 2026, con revisiones al alza del consumo (+3,6% interanual, +0,1 p. p.) y de la inversión (+8,9% interanual, +0,3 p. p.). En conjunto, esta revisión, un 2T mejor de lo esperado y la expectativa de que la actividad siga creciendo durante el segundo semestre nos han llevado a revisar la previsión de crecimiento para 2026 al 2,3% (vs. 1,8% anterior).

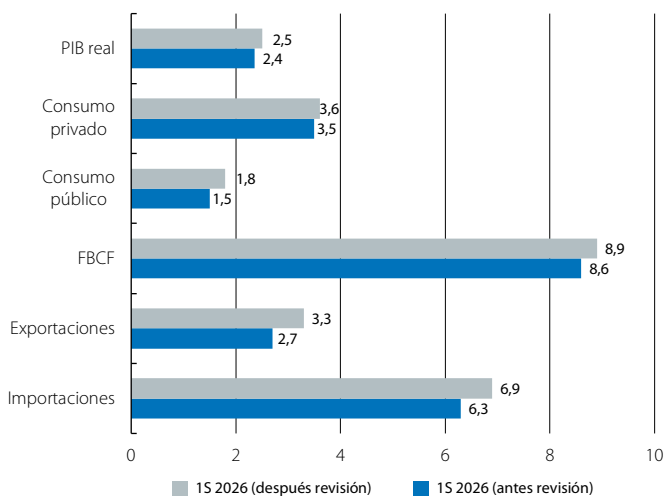
Los indicadores disponibles para el 3T muestran un buen dinamismo. El indicador de sentimiento económico ESI se aceleró hasta los 102,4 puntos (vs. 101,6 en el 2T), con un comportamiento desigual por componentes. La confianza en la industria mejoró, mientras que la confianza de los consumidores, los servicios y la construcción se vieron afectadas por el aumento de la inflación y los tipos de interés. Por su parte, los indicadores de consumo y del mercado laboral siguen mostrando una fortaleza notable. Asimismo, la elevada tasa de ahorro de los hogares, junto con el anuncio de nuevos estímulos fiscales en el 4T, constituye un importante colchón para la renta disponible y contribuirá a sostener el crecimiento en el tramo final del año.

La inflación repunta en septiembre, mientras que los precios de la vivienda crecen a un ritmo más moderado. La tasa de variación interanual del IPC se situó en el 3,6% en septiembre (+0,3 p. p. respecto a agosto). La inflación subyacente subió hasta el 2,7% (+0,1 p. p.) y mantiene una dinámica todavía más contenida. Por su parte, el índice de precios de la vivienda avanzó un 16,5% interanual en el 2T (vs. 17,8% en el 1T). El número de transacciones en el trimestre se mantuvo sólido y claramente por encima de la media de la serie, aunque mostró una desaceleración (-6,4% interanual). Pese a que la persistencia de una demanda elevada y las limitaciones por el lado de la oferta seguirán dando soporte a los precios, esperamos que la trayectoria de moderación se mantenga en la segunda mitad del año, en un contexto de subida de los tipos de interés.

La economía registra una capacidad de financiación frente al exterior del 2,3% del PIB, a finales del 2T. Los hogares siguen siendo los que más contribuyen a este excedente, con una capacidad de financiación equivalente al 4,1% del PIB, mientras que las empresas no financieras continúan reduciendo sus necesidades de financiación, reflejo de la disminución de su nivel de endeudamiento. Las Administraciones públicas registraron una capacidad de financiación frente al exterior (saldo público en términos de contabilidad nacional) del 0,5% del PIB (-0,1 p. p. vs. el mismo periodo del año anterior). Los datos de ejecución presupuestaria también muestran una reducción del superávit en este periodo (desde el 0,9% hasta el 0,5% del PIB). Por el lado del gasto, destacan sobre todo el notable aumento de la inversión pública, superior al 30%, y el impacto fiscal de las tormentas de comienzos de año, estimado en torno a 550 millones de euros.

Portugal: crecimiento del PIB real

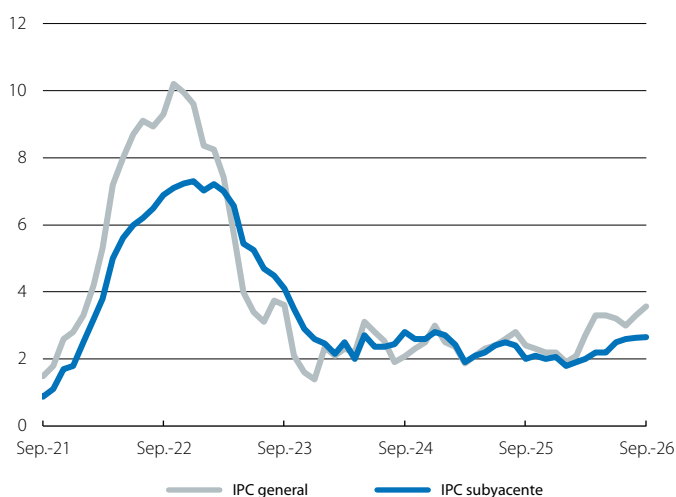
Variación interanual (%)



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

Portugal: IPC

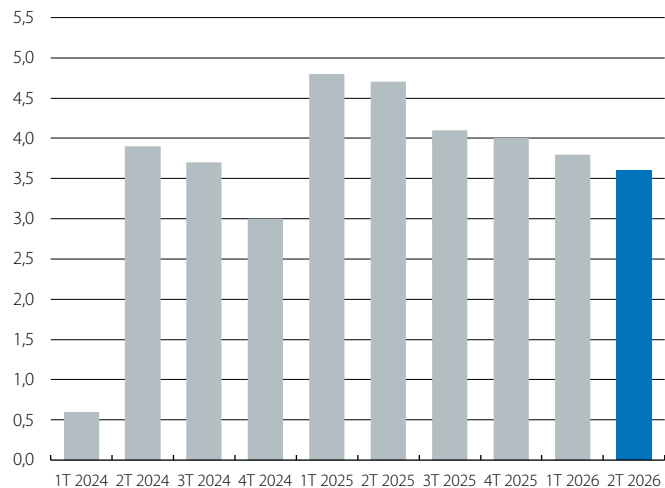
Variación interanual (%)



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

Portugal: índice de precios de la vivienda

Variación intertrimestral (%)



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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Índice coincidente de actividad	2,0	2,0	2,0	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,8	0,7	3,3	0,6	0,4	-0,8	-0,9	-3,8	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,2	-4,0	-3,2	-2,9	-2,1	-3,6	-4,3	-4,4	...
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	8,8	18,9	5,7	14,8	-2,2	10,8	...	...	...
Compraventa de viviendas	14,5	15,5	3,8	-4,7	-8,7	-6,4	-	-	...
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	8,5	17,4	18,2	18,4	17,5	16,7	15,2	14,7	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	6,3	1,7	2,5	1,7	2,1	1,5	1,0	9,3	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	5,5	10,1	11,6	7,7	6,0	8,2	8,4	8,4	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,3	5,3	5,8	5,3	4,4	3,5	2,6	2,4	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,8	3,5	3,3	3,5	3,4	3,0	2,9	3,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-16,2	-15,2	-16,2	-25,6	-22,6	-20,5	...
Mercado de trabajo									
Población ocupada	1,2	3,2	3,7	3,7	2,3	2,9	1,6	0,9	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,4	6,0	5,8	5,8	6,1	5,3	5,7	5,7	...
PIB	2,7	1,9	2,1	1,9	2,4	2,6	-	-	-

Precios

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
General	2,4	2,3	2,6	2,2	2,2	3,3	3,0	3,3	3,6
Subyacente	2,5	2,2	2,3	2,1	1,9	2,3	2,6	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	07/26	08/26	09/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	0,1	1,6	0,1	-3,2	0,0	1,8	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	4,5	6,9	4,5	3,7	4,3	3,9	...	...
Saldo corriente	7,3	3,6	3,4	3,6	2,3	1,2	0,7	...	...
Bienes y servicios	6,8	3,0	3,2	3,0	1,7	0,5	0,2	...	...
Rentas primarias y secundarias	0,5	0,6	0,2	0,6	0,6	0,7	0,5	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	10,5	8,3	7,6	8,3	7,7	7,3	6,8	...	...

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	07/26	08/26	09/26
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	5,4	6,3	5,4	6,4	6,9	6,3	5,8	...
A la vista y ahorro	-0,3	8,1	8,6	8,1	7,9	7,3	7,1	5,6	...
A plazo y preaviso	15,3	3,1	4,3	3,1	5,1	6,5	5,6	5,9	...
Depósitos de AA. PP.	26,7	28,7	-0,5	28,7	20,4	9,2	19,9	24,9	...
TOTAL	7,9	6,0	6,1	6,0	6,9	7,0	6,8	6,4	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	1,9	6,6	5,8	6,6	7,7	8,2	8,4	8,7	...
Empresas no financieras	-1,0	2,6	2,2	2,6	4,3	4,8	5,2	5,2	...
Hogares - viviendas	3,0	9,3	8,0	9,3	9,8	10,6	10,8	11,2	...
Hogares - otras finalidades	5,4	7,0	6,9	7,0	8,4	8,2	8,2	8,7	...
Administraciones públicas	0,6	6,4	4,8	6,4	3,2	3,2	5,8	6,9	...
TOTAL	1,9	6,6	5,7	6,6	7,5	8,0	8,4	8,7	...
Tasa de morosidad (%)²	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.

Conoce nuestras publicaciones:



Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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



Monitor de consumo

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



Flash de divisas

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



Informe Sectorial Agroalimentario 2026

Aunque el sector agroalimentario español afronta 2026 en mejores condiciones que en años anteriores, deberá adaptarse a un entorno cada vez más exigente, marcado por el cambio climático, la volatilidad geopolítica y la competencia internacional. La innovación, la digitalización, la ganancia de escala y la adaptación de sectores como el vitivinícola serán claves para reforzar su resiliencia y su capacidad de generar valor añadido.



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.

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

Te recomendamos:

Economía en tiempo real

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

<https://realtimееconomics.caixabankresearch.com>

Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



Newsletter



CaixaBank



Pódcast

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

© CaixaBank, S.A., 2026

© Banco BPI, 2026

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

