

Perspectivas económicas internacionales

8 de octubre de 2026

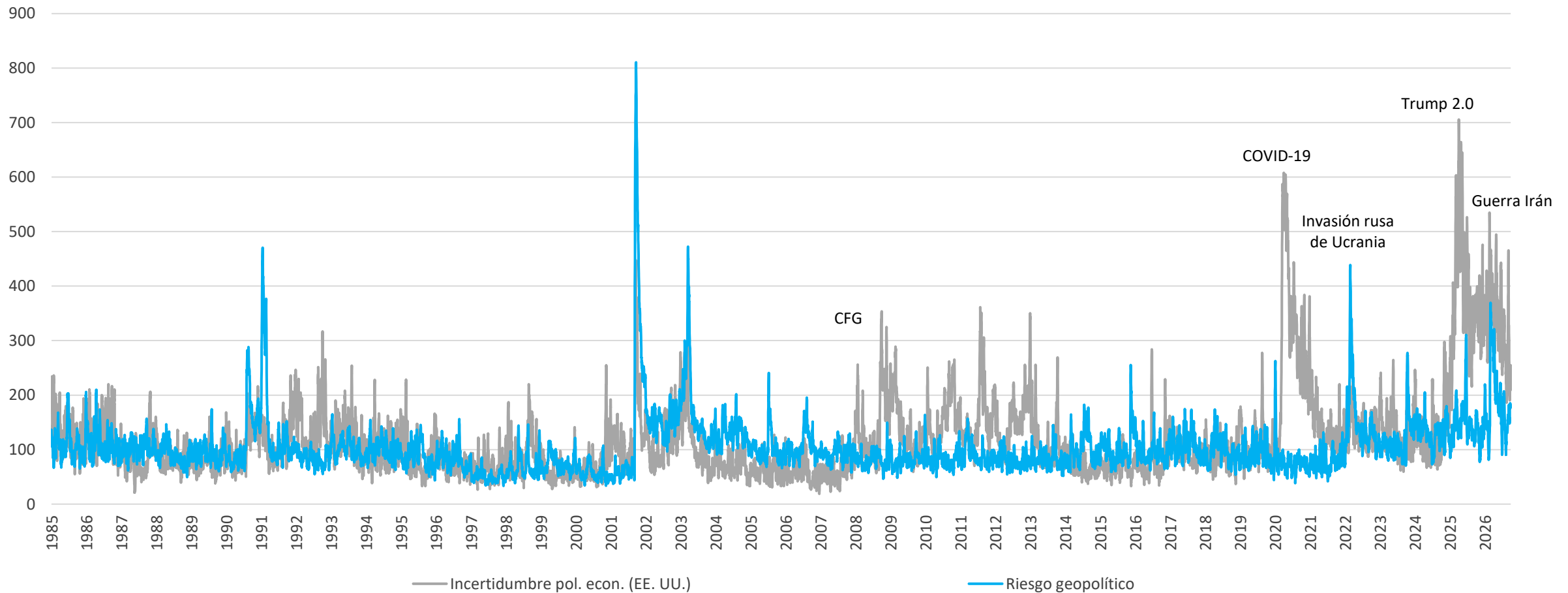
Adrià Morron Salmeron
Economista *lead*



La geopolítica marca el escenario económico

Incertidumbre y riesgo geopolítico

Índice (frecuencia en prensa de términos relacionados con la incertidumbre económica y comercial y el riesgo geopolítico)

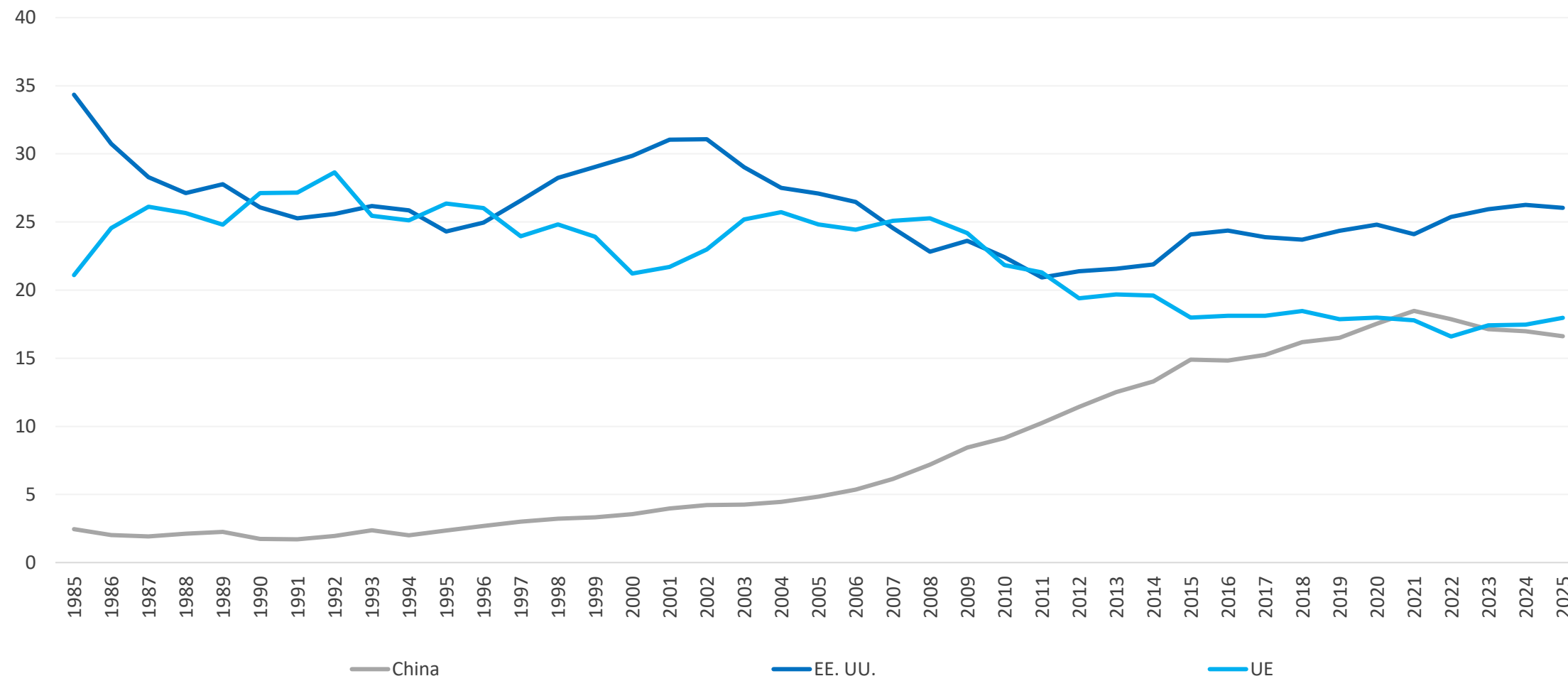


Nota: Medias móviles de siete días.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de (<https://www.matteociacoviello.com/tpu.htm#overview>), (https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html).

Peso en la economía mundial de la Unión Europea, los Estados Unidos y China

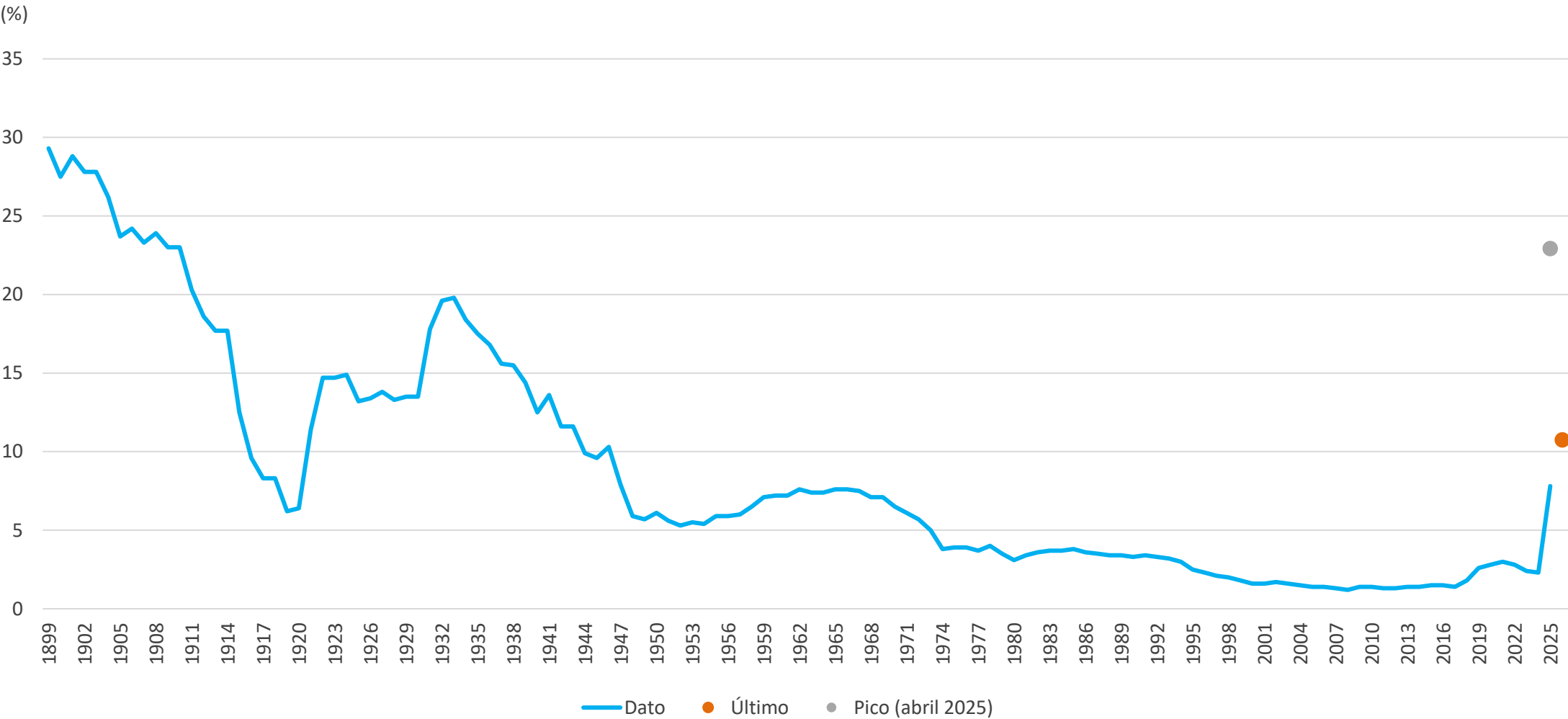
En % del PIB mundial en USD corrientes



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

Con un trasfondo de disrupción de las relaciones internacionales

EE. UU.: arancel medio efectivo

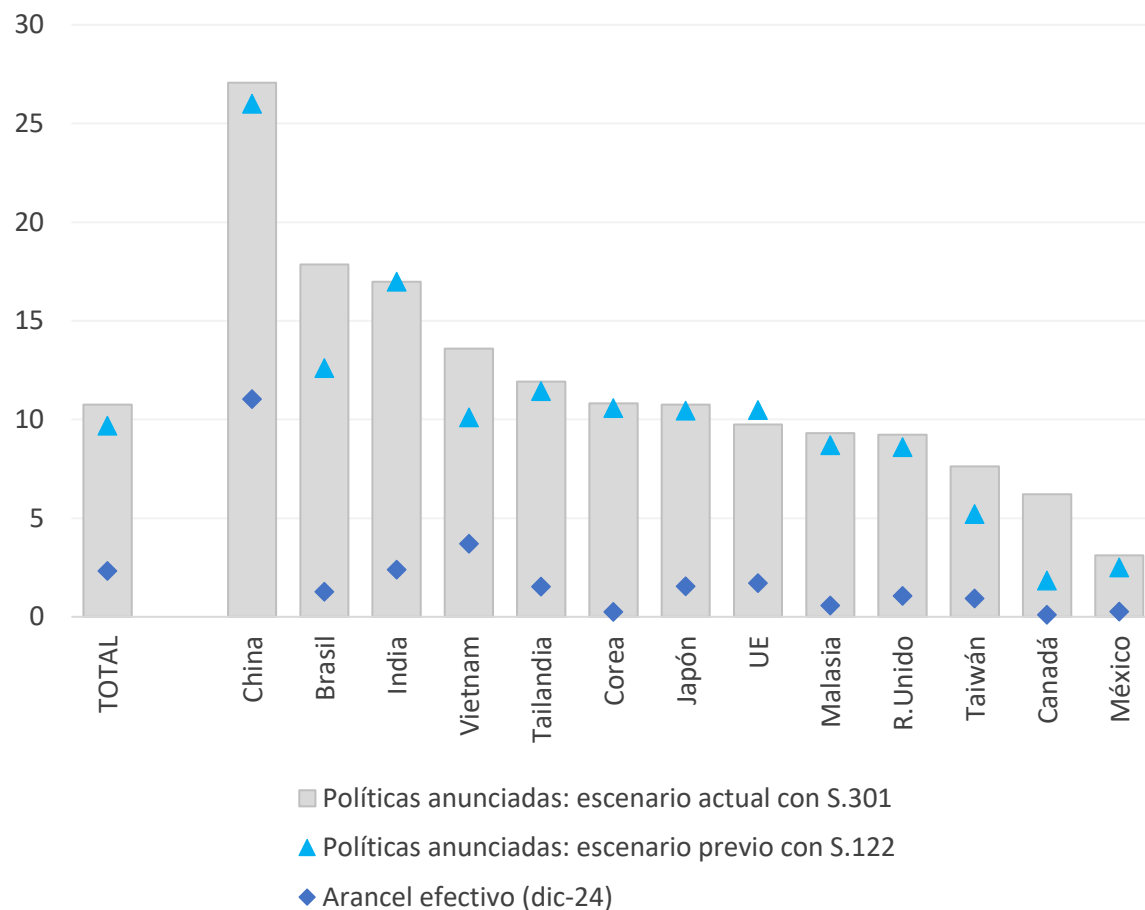


Nota: “Último” es una estimación bajo políticas anunciadas y la estructura importadora de 2025. En términos del arancel implícito en la recaudación arancelaria efectiva, el último dato es del 8,2% (2T 2026).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de USTIC.

EE. UU. fija un nuevo marco arancelario

Aranceles en EE. UU. según políticas anunciadas

% para los principales socios comerciales



- ▶ **El marco arancelario se estabiliza** tras los acuerdos comerciales, la reconfiguración de las importaciones y la invalidación de los aranceles bajo la IEEPA.
- ▶ **Agotado el arancel temporal, la Administración ha reconstruido su política sobre bases legales más específicas**, combinando actuaciones por país justificadas en prácticas de comercio desleal con medidas sectoriales.
- ▶ **El cambio de instrumentos apenas altera el resultado agregado ni las diferencias entre socios**: el arancel anunciado ronda el 11%, con menor carga para México, Canadá, Reino Unido y la UE, y mayor para China, Brasil, India y otros países asiáticos.
- ▶ **La nueva arquitectura no elimina el riesgo de nuevas tensiones**, como la reciente escalada con Canadá, las investigaciones a países por exceso de capacidad y las dudas sobre el futuro del USMCA (tratado EEUU-México-Canadá) y de la tregua con China.

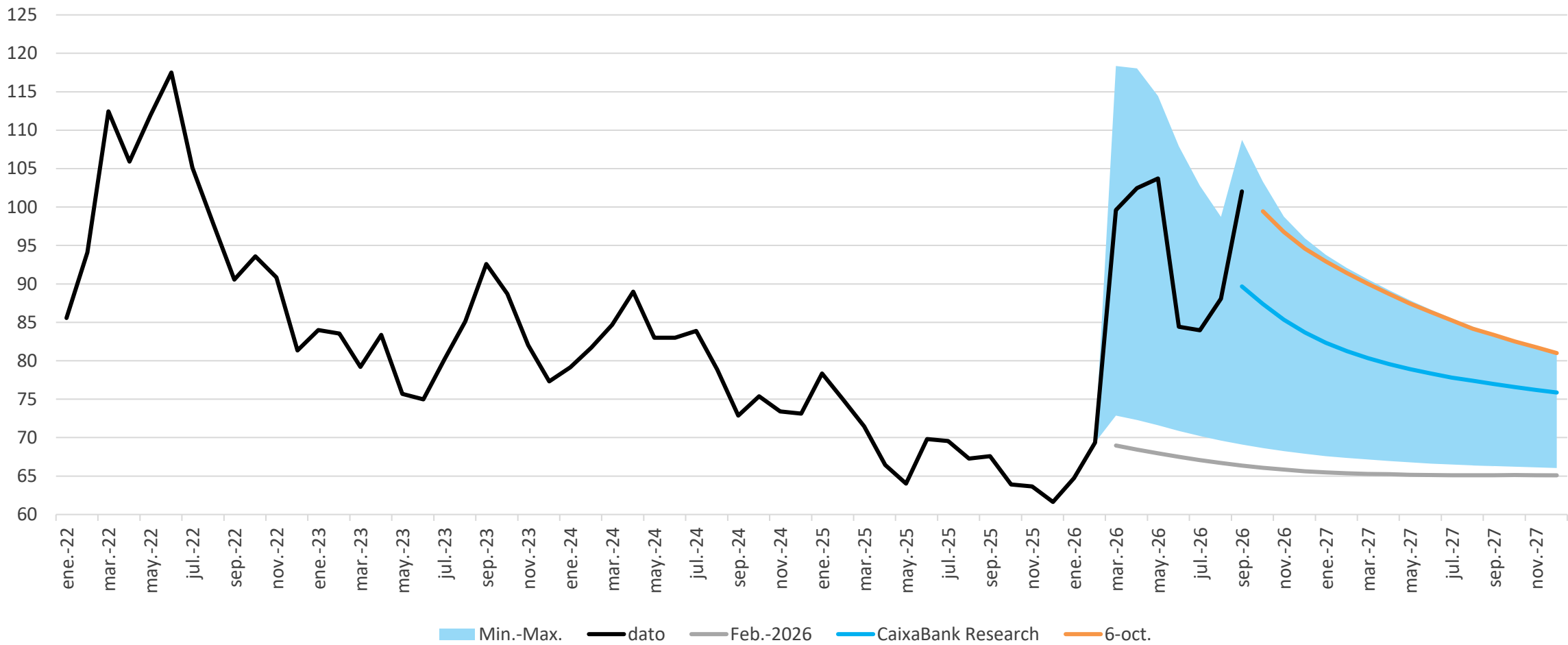
Nota: La estimación pondera por la estructura de importaciones de EE. UU. en 2025..

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

Un nuevo shock de oferta condiciona las perspectivas

Petróleo Brent

Dólares por barril (promedio mensual)



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



1

Energía, punto de partida

2

Situación y perspectivas

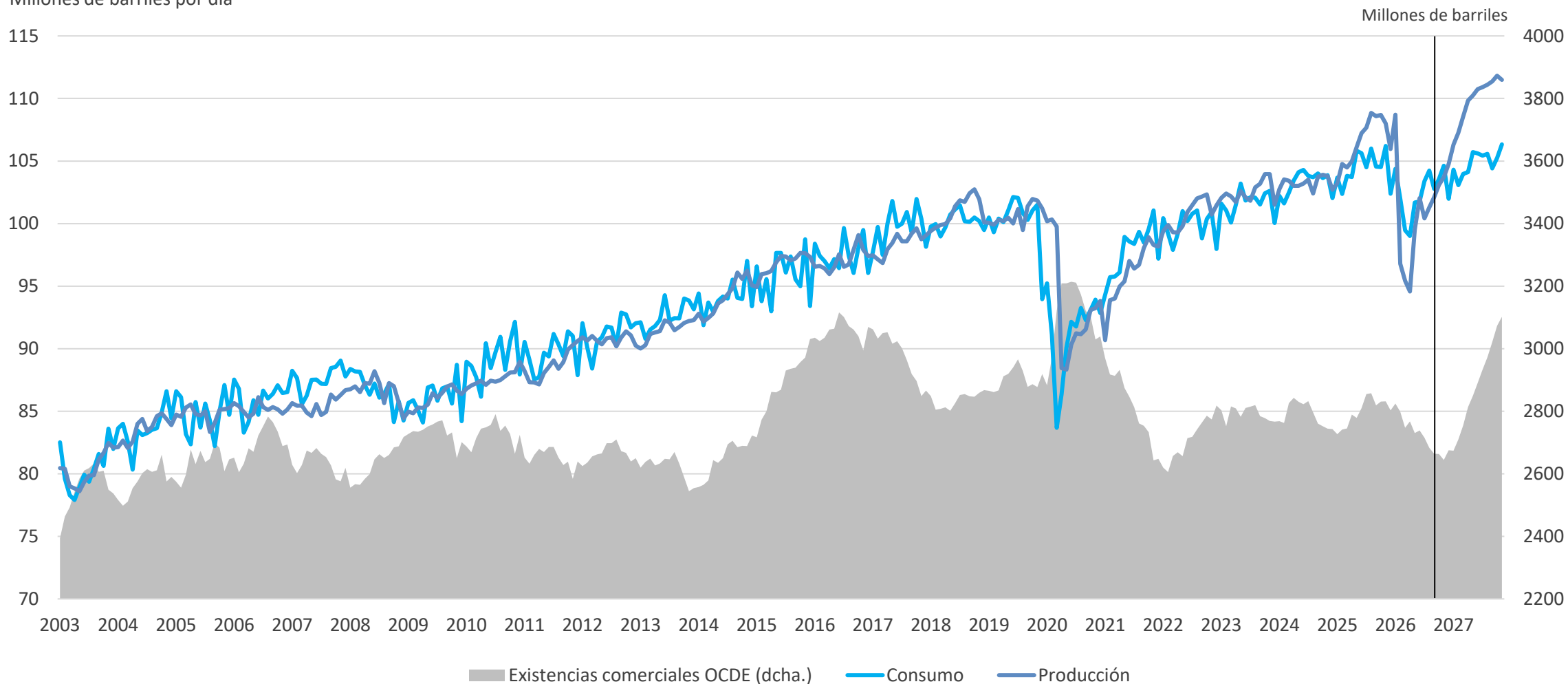
3

Transformaciones

Petróleo: de la sobreoferta a la destrucción de demanda

Demanda y oferta mundial de petróleo

Millones de barriles por día



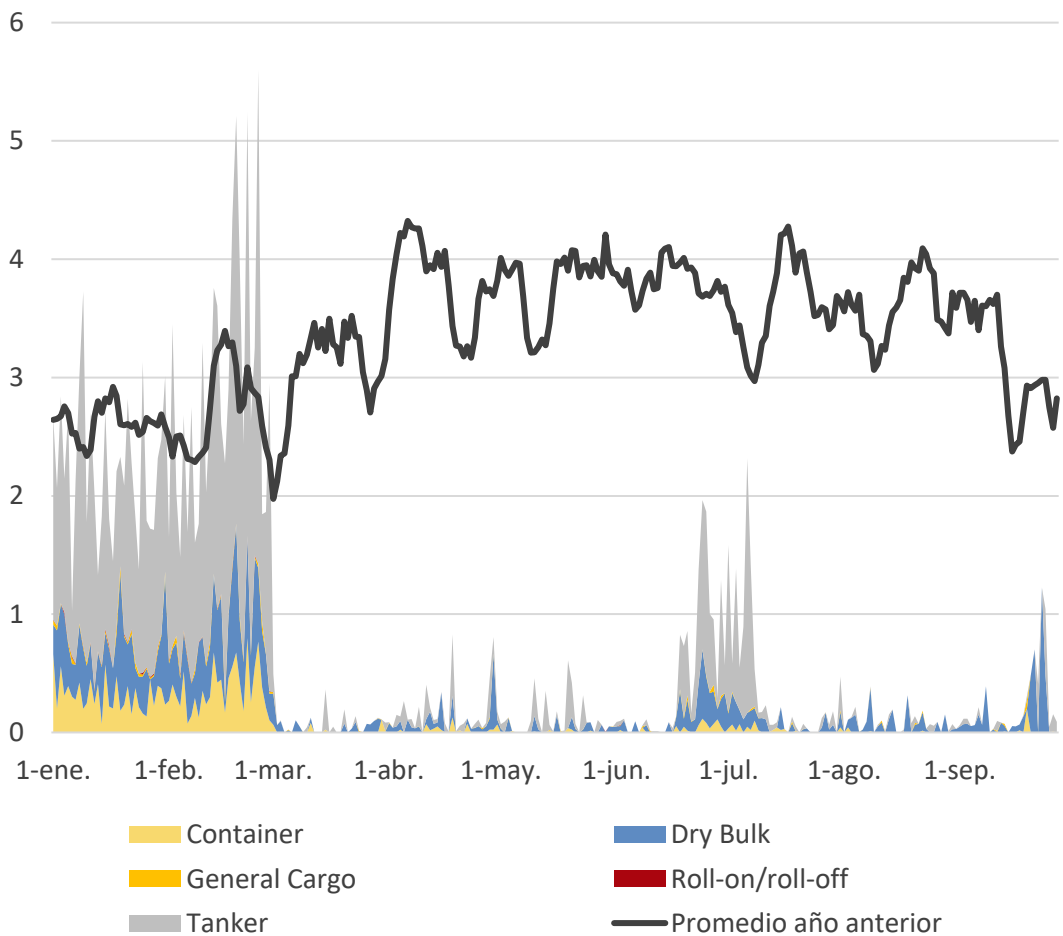
Nota: último dato septiembre 2026.

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

Se retrasa la normalización de los flujos por Ormuz

Estrecho de Ormuz: volumen de tránsito comercial

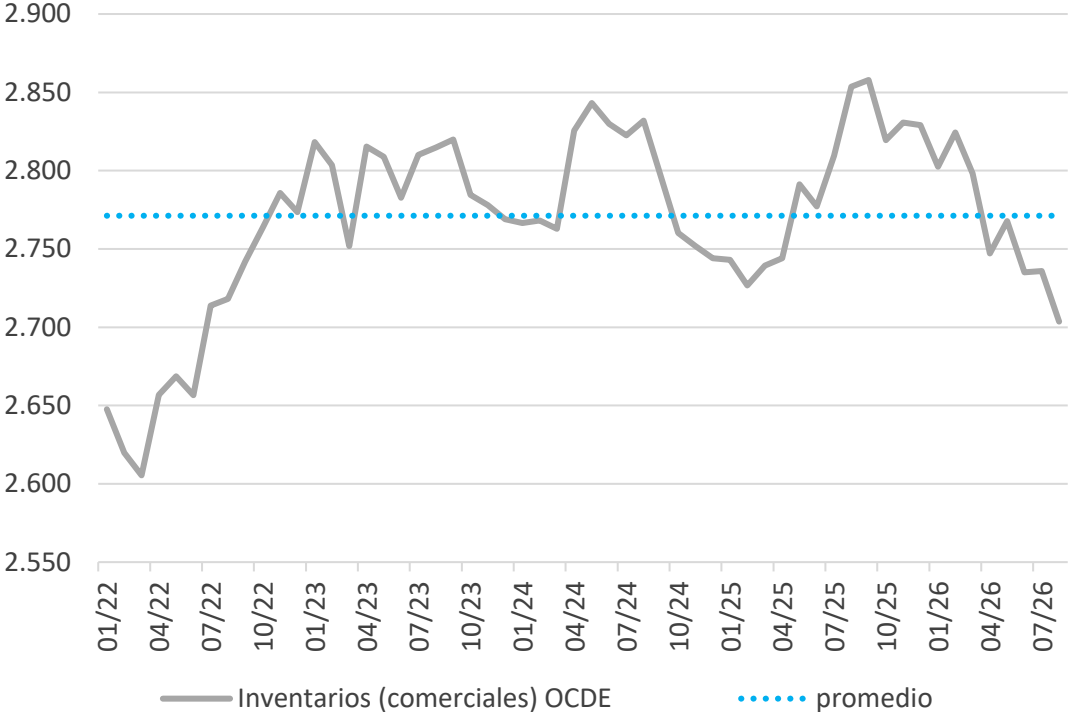
Toneladas métricas



Nota: Datos hasta el 27 de septiembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de IMF PortWatch.

Inventarios comerciales de crudo y refinados

Millones de barriles



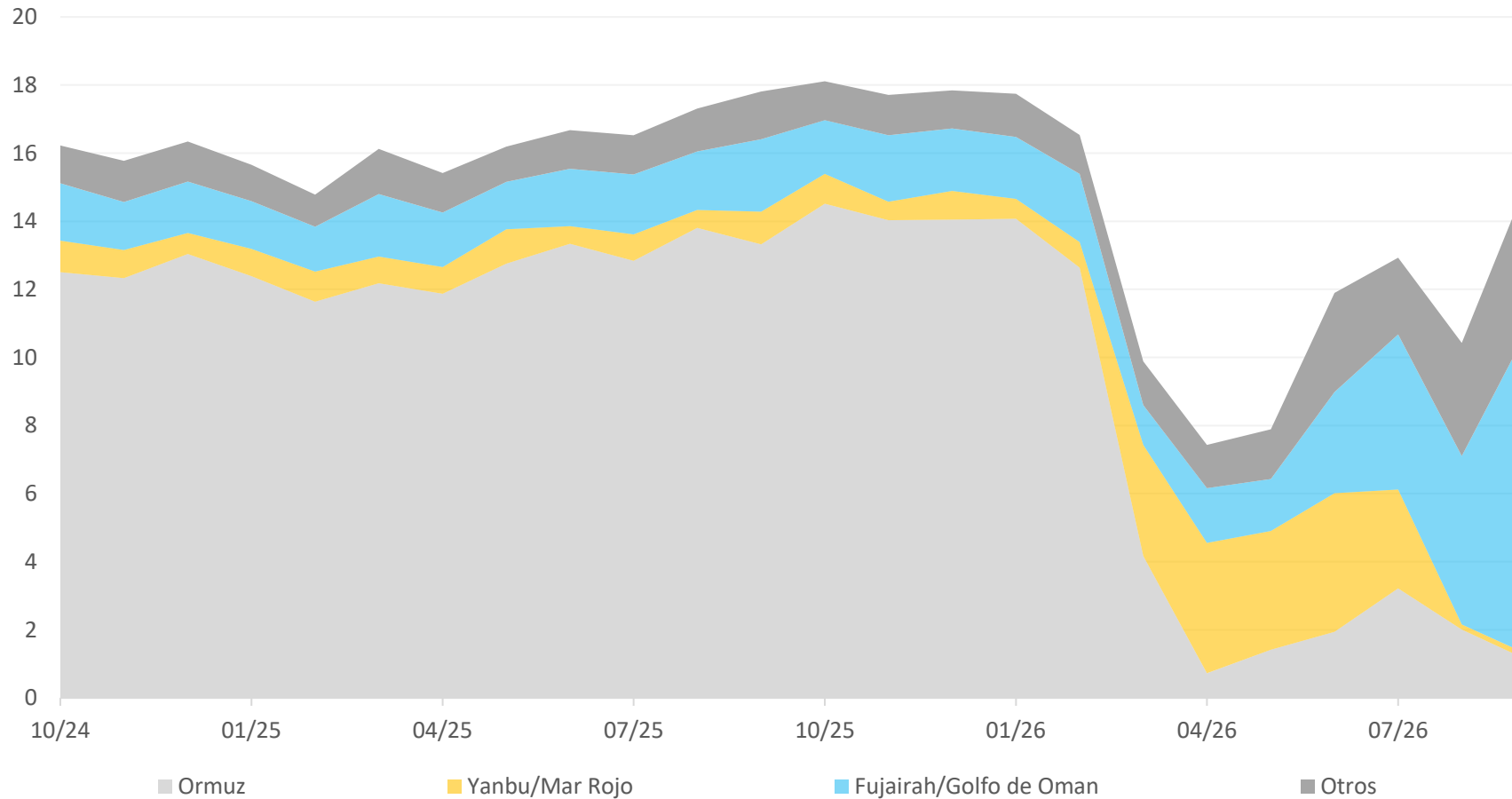
Nota: Datos a agosto de 2026
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de EIA.

- ▶ Desde el inicio del conflicto, los inventarios de la OCDE se han reducido en c. 200 millones de barriles, pasando de cubrir una demanda cercana a 60 días, a unos 58 días.
- ▶ Las previsiones de inventarios comerciales apuntan a que los inventarios de los países de la OCDE seguirán cayendo durante el 3T hasta cubrir menos de 55 días de su consumo.

... pero hay dudas sobre los flujos reales de petróleo

Flujos de crudo desde el Golfo Pérsico

Millones de barriles al día (promedio mensual)

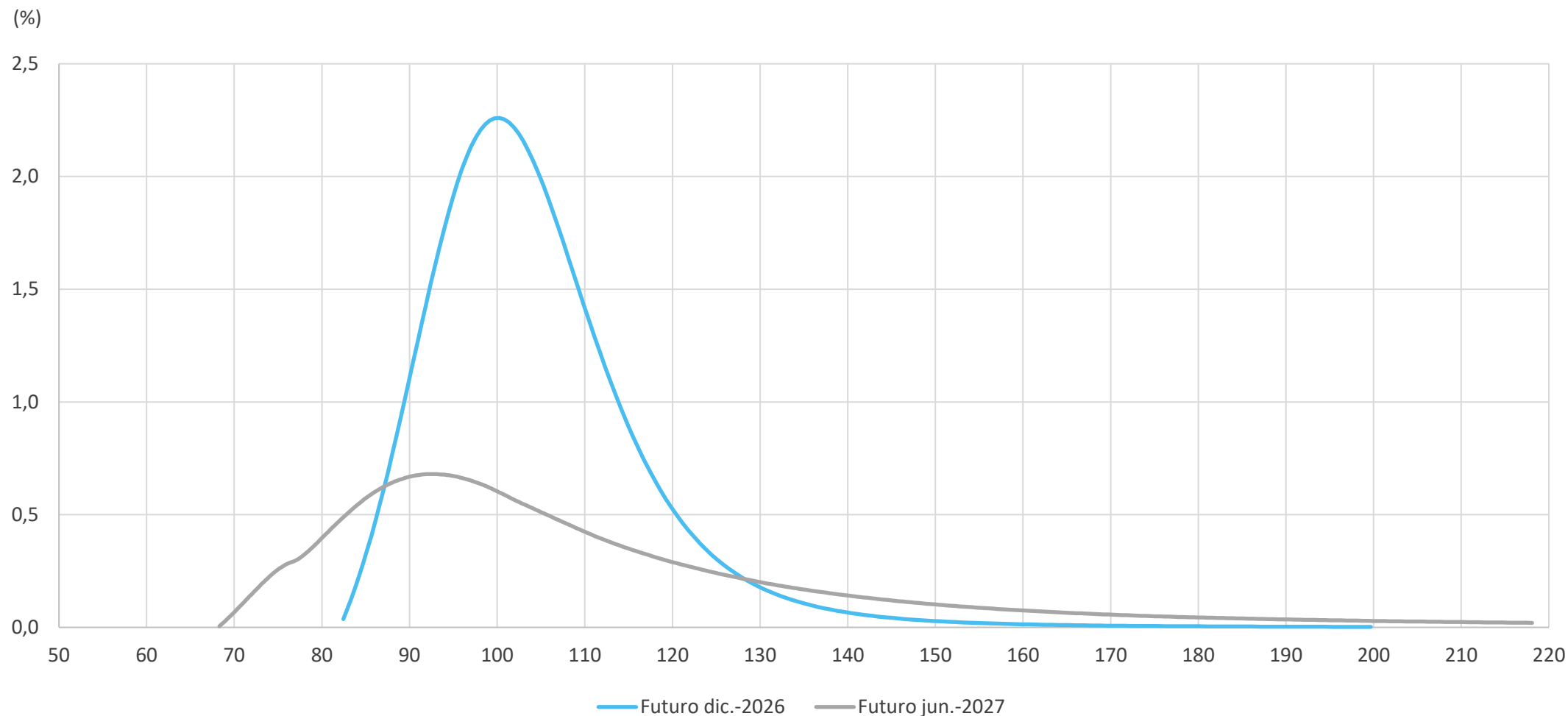


Nota: (*) Datos de septiembre incompletos/provisionales para algunos puertos.

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

El petróleo cotiza con mucha incertidumbre

Precio del petróleo Brent: distribución implícita en el mercado de opciones



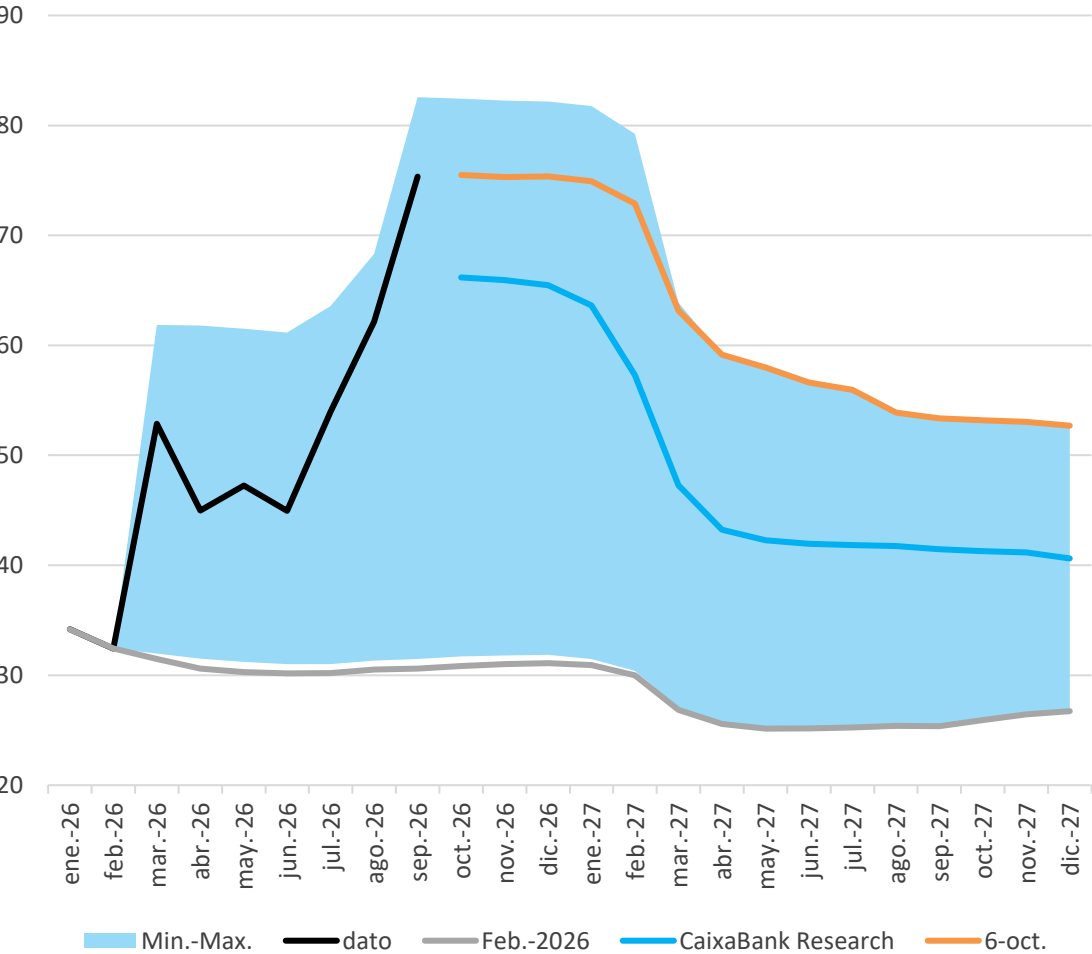
Nota: Distribuciones según precios de *calls* cotizados el 6 de octubre de 2026.

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

Los bajos inventarios alimentan el *rally* del gas natural

Gas TTF

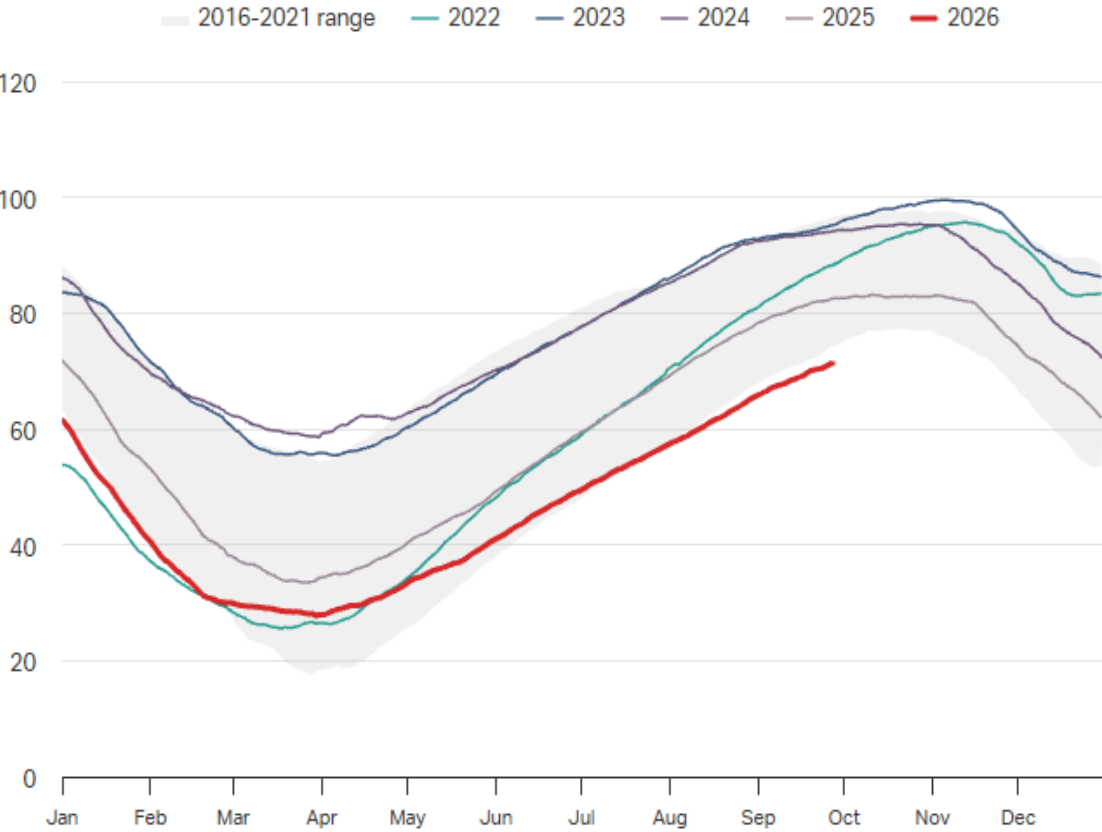
Euros por MWh



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

UE: Reservas gas natural

% del total



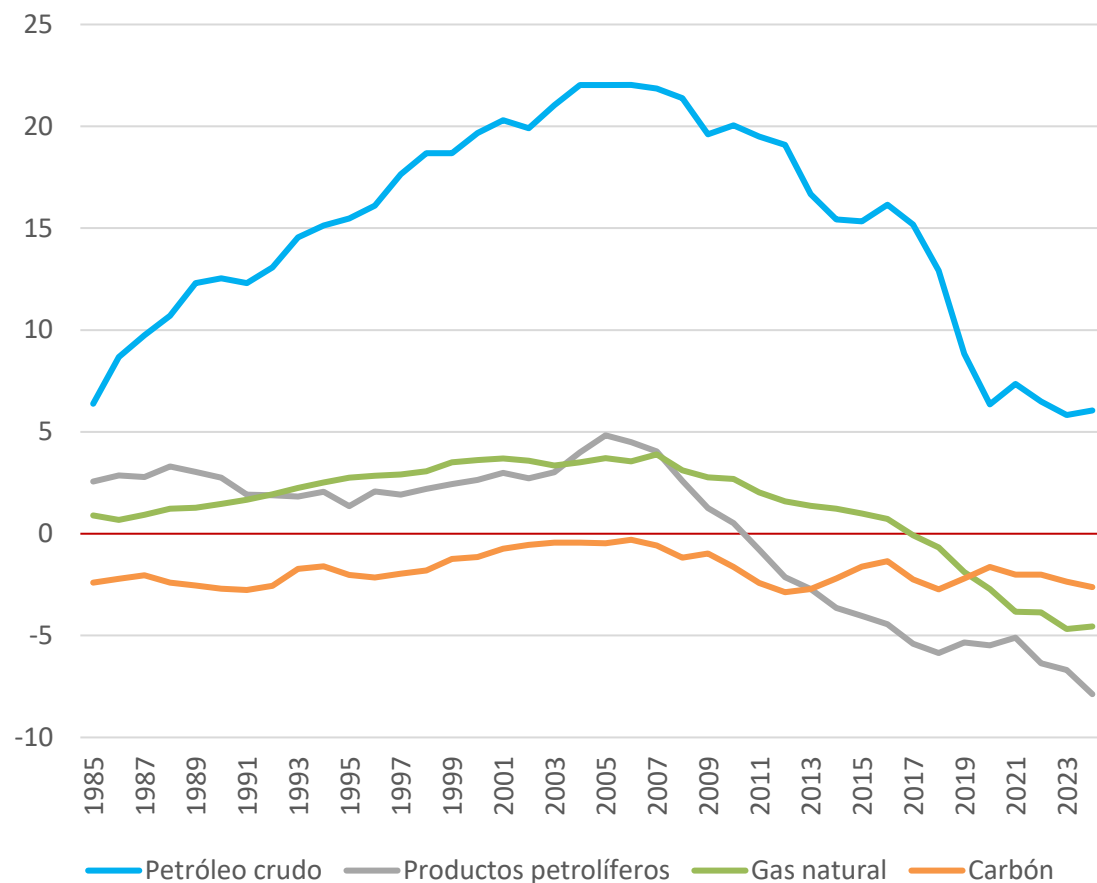
Fuente: Bruegel, a partir de datos de AGSI.

- ▶ Disrupciones de oferta
- ▶ Inflación
- ▶ Endurecimiento de las condiciones financieras
- ▶ Deterioro de la confianza

Exposición al *shock* energético

EE. UU.: importaciones netas de energía

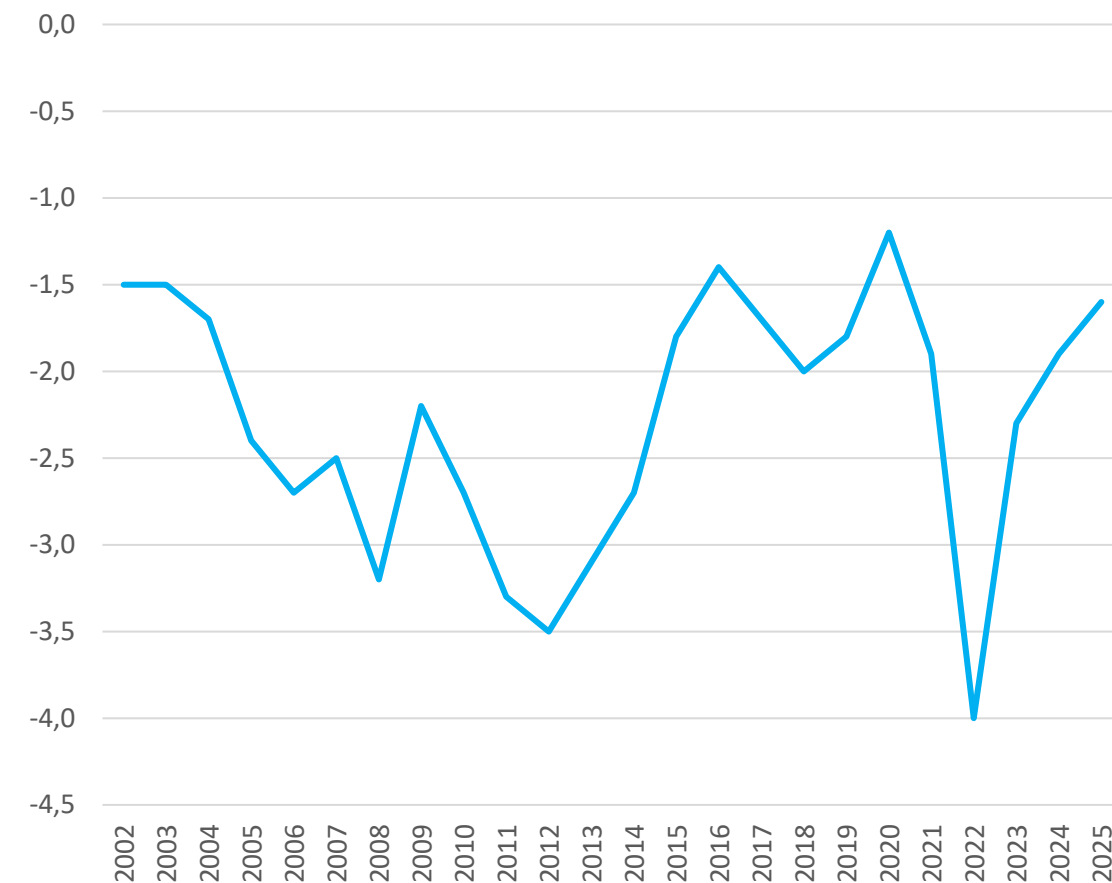
Cuadrillones de unidades térmicas británicas



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

UE27: saldo comercial energético con *RdM*

(% PIB)



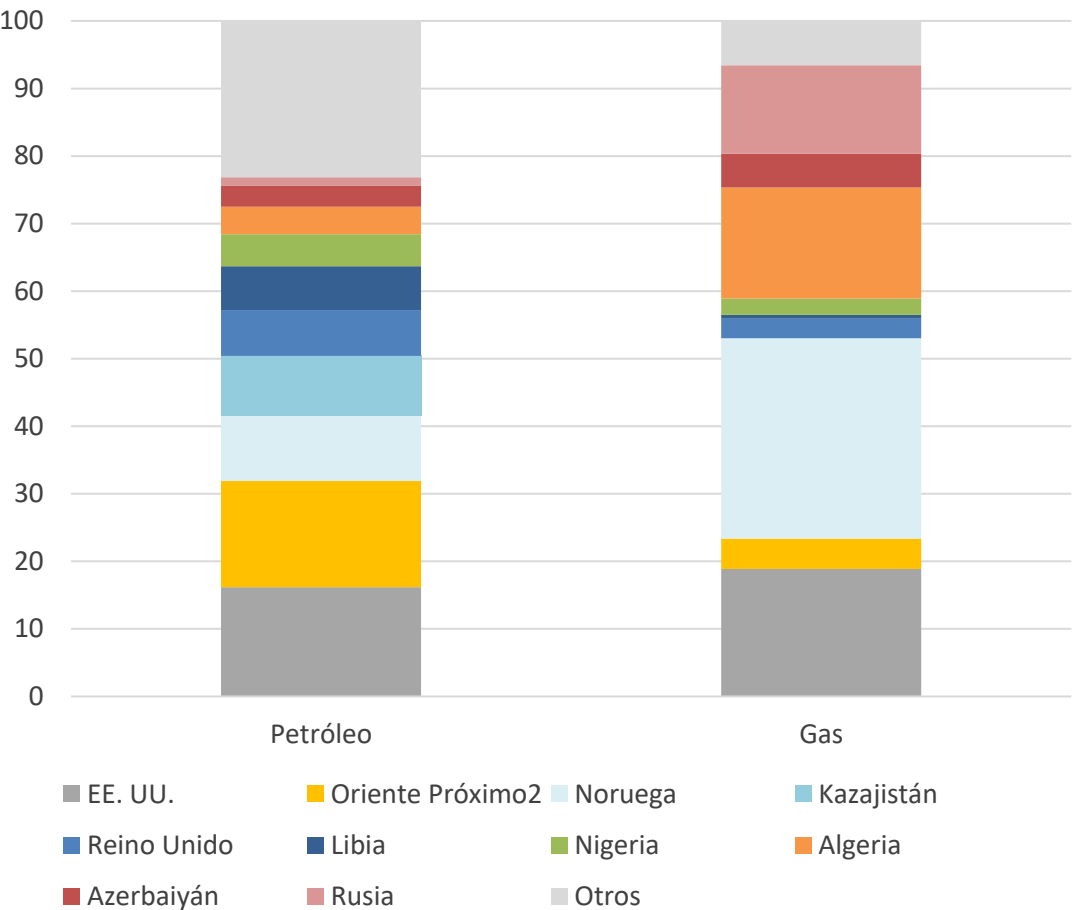
Notas: RdM = resto del mundo. El saldo comercial energético es la diferencia entre exportaciones e importaciones de carbón, petróleo y gas (SITC, rev.4, sección 3).

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

Exposición regional al estrecho de Ormuz

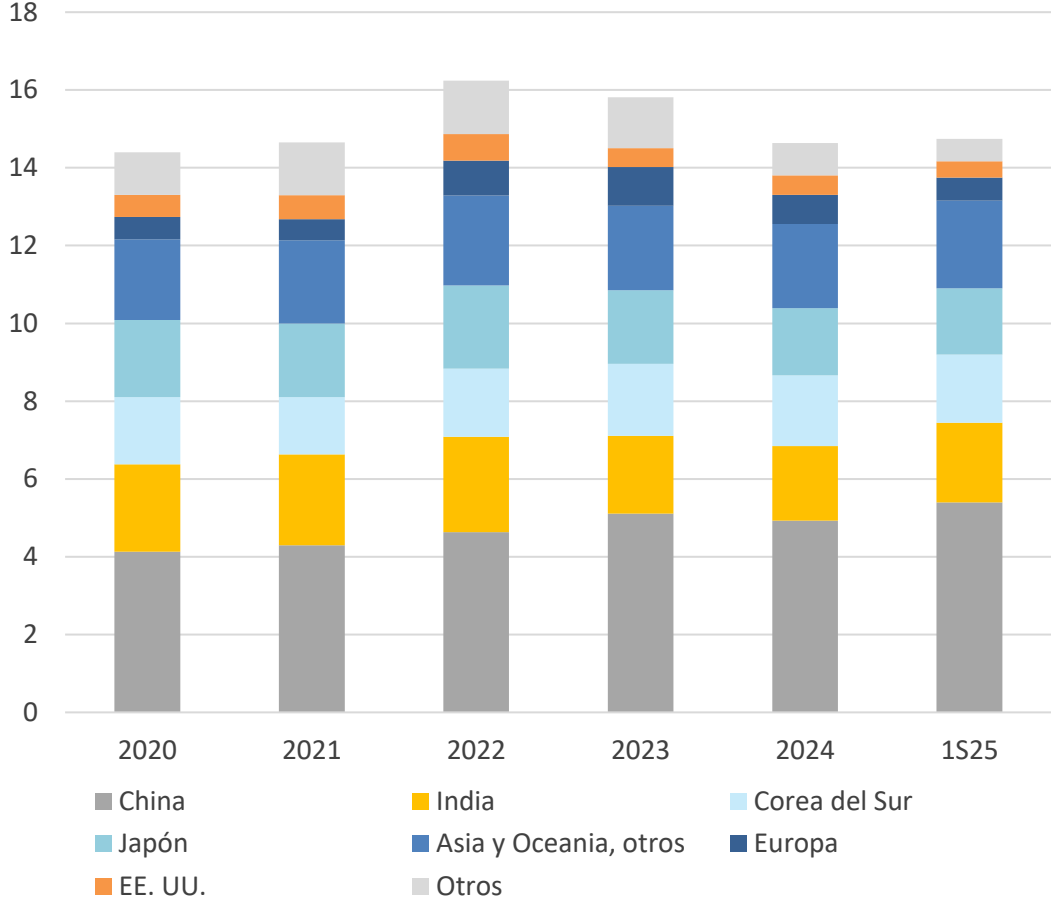
Eurozona: importaciones de petróleo y gas

(% total)¹



Crudo transportado por Ormuz: destinos

Millones de barriles diarios



Nota: 1) Datos de 2024, excluyendo importaciones de otros países de la UE. 2) Incluye Península Arábig, Levante, Iraq e Irán.

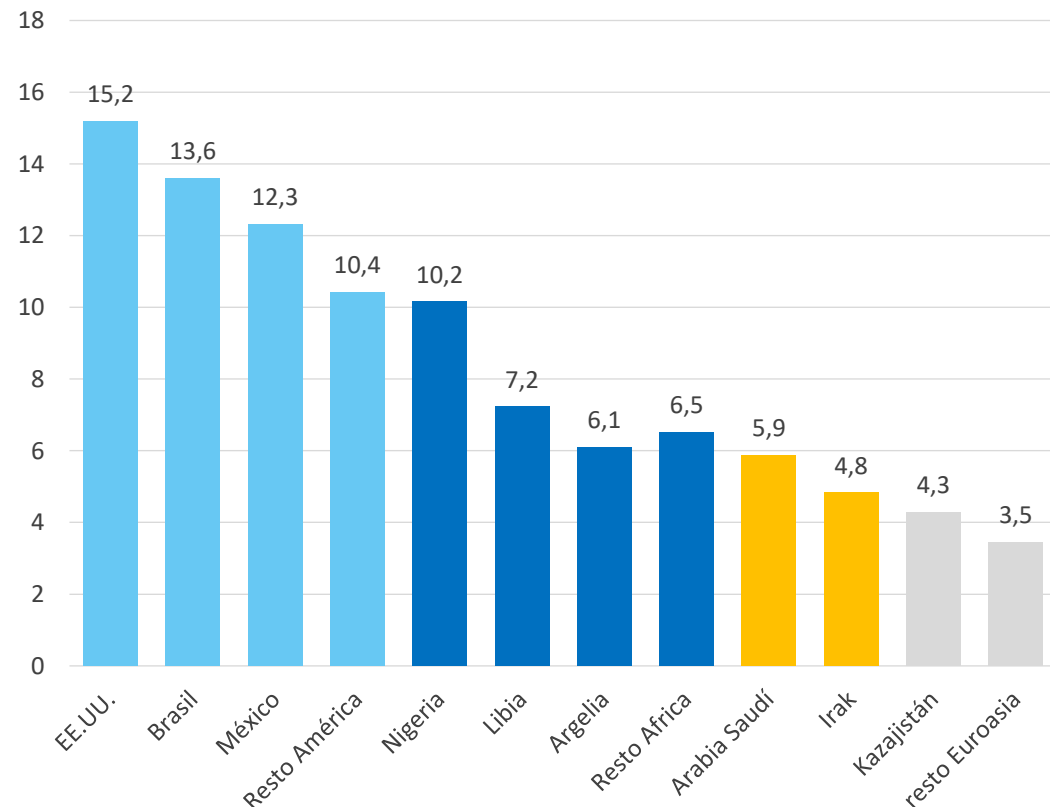
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de U.S. Department of Energy.

Baja dependencia de España del suministro energético por Ormuz

Importaciones de crudo por países

En % del total

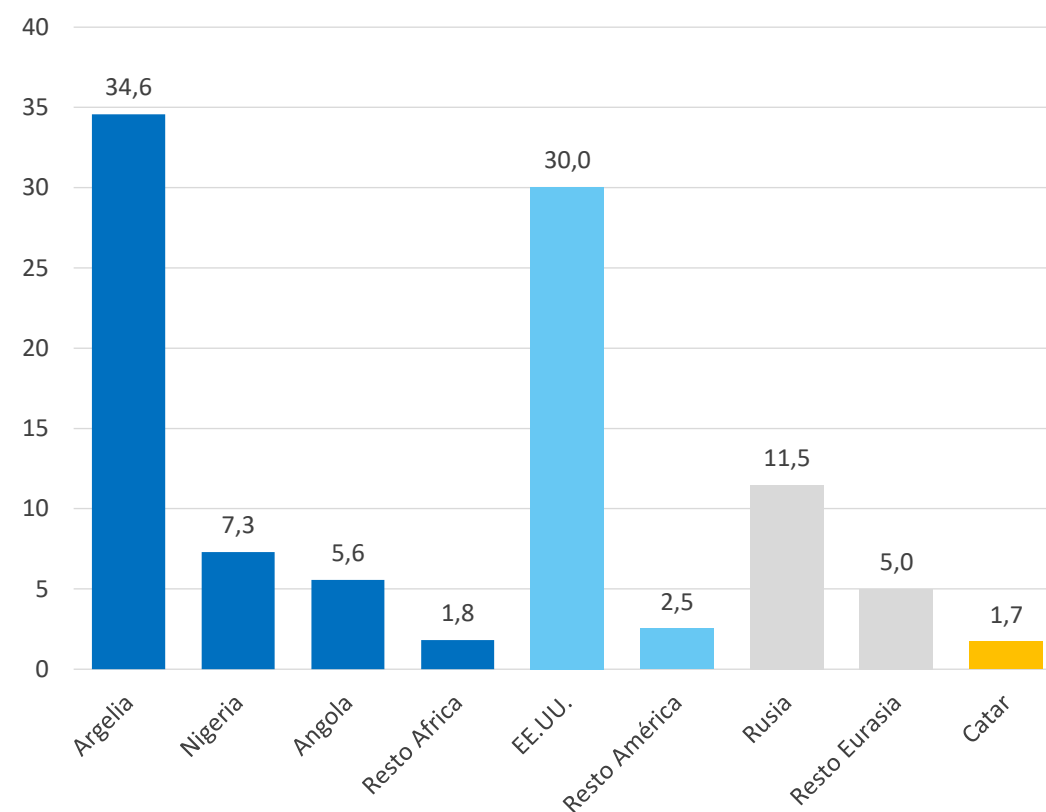


Nota: Datos de 2025.

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de CORES.

Importaciones de gas natural por países

En % del total

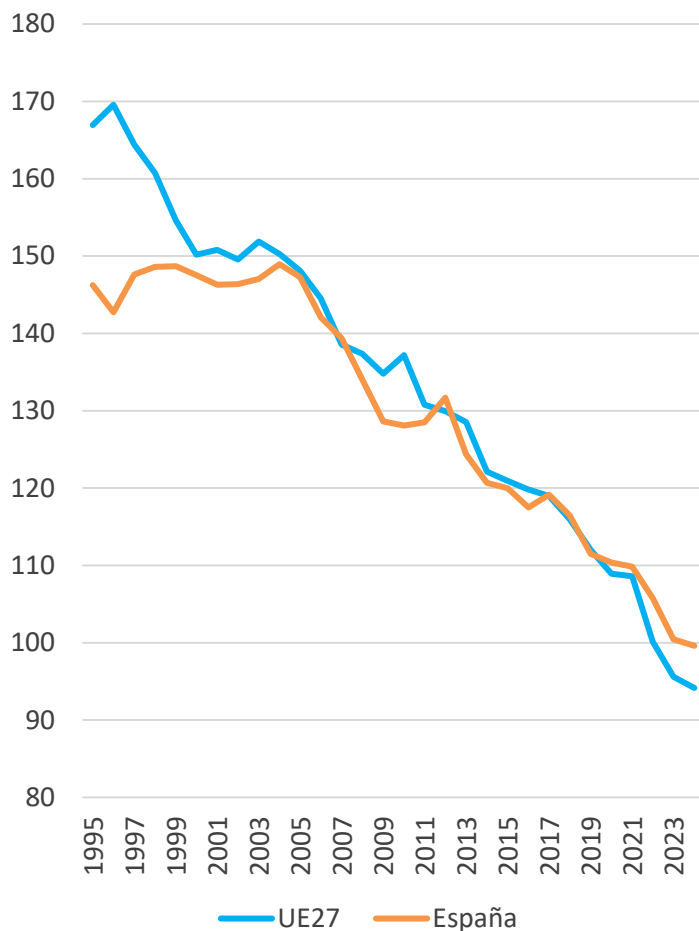


- ▶ La dependencia de España para el suministro de energía que llega por el estrecho de Ormuz es relativamente bajo (alrededor del 5% del petróleo y algo por debajo del 2% del gas natural licuado (GNL). En los últimos años, España ha reducido las importaciones de Rusia y aumentado significativamente la dependencia de EE.UU, especialmente en gas.
- ▶ Las reservas estratégicas de España, incluyendo las públicas (CORES) y las obligatorias de las empresas petroleras, ascienden a unos 100 días de consumo.

Mejoras de eficiencia energética vs dependencias del transporte

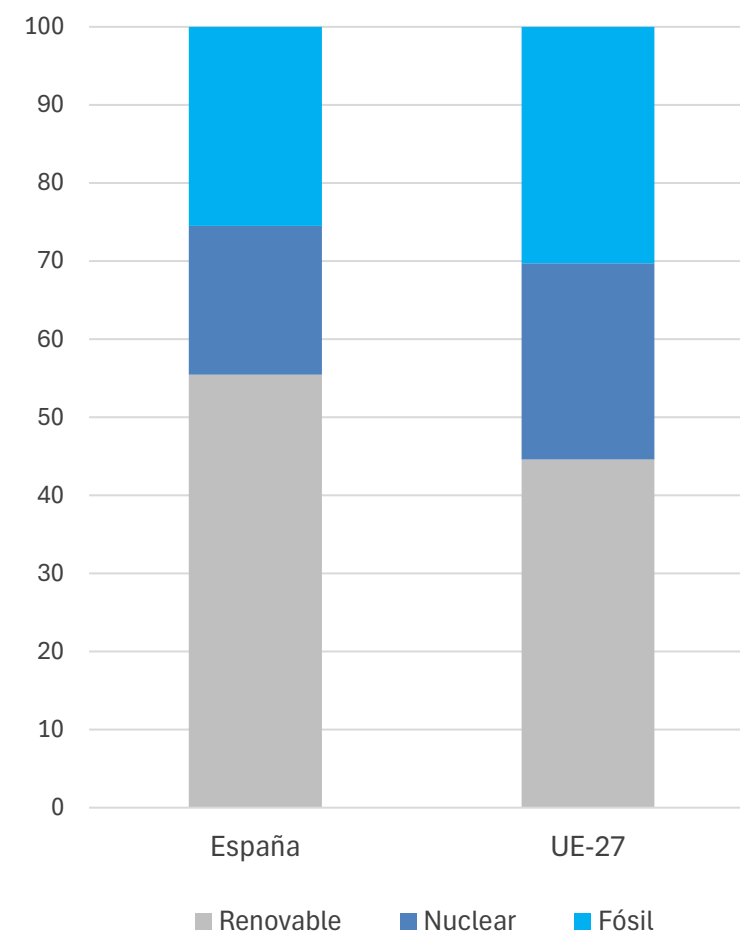
Intensidad energética

(Kg equivalentes de petróleo por 1000 EUR de PIB a precios constantes)



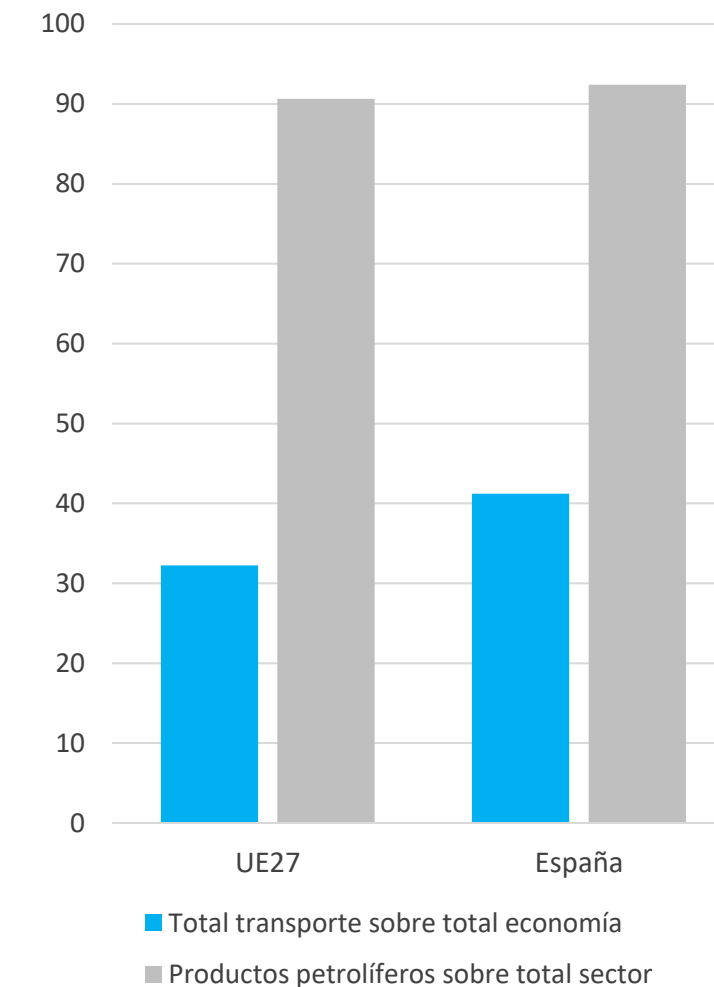
Generación de electricidad en 2025

(%)



Transporte: consumo de energía final

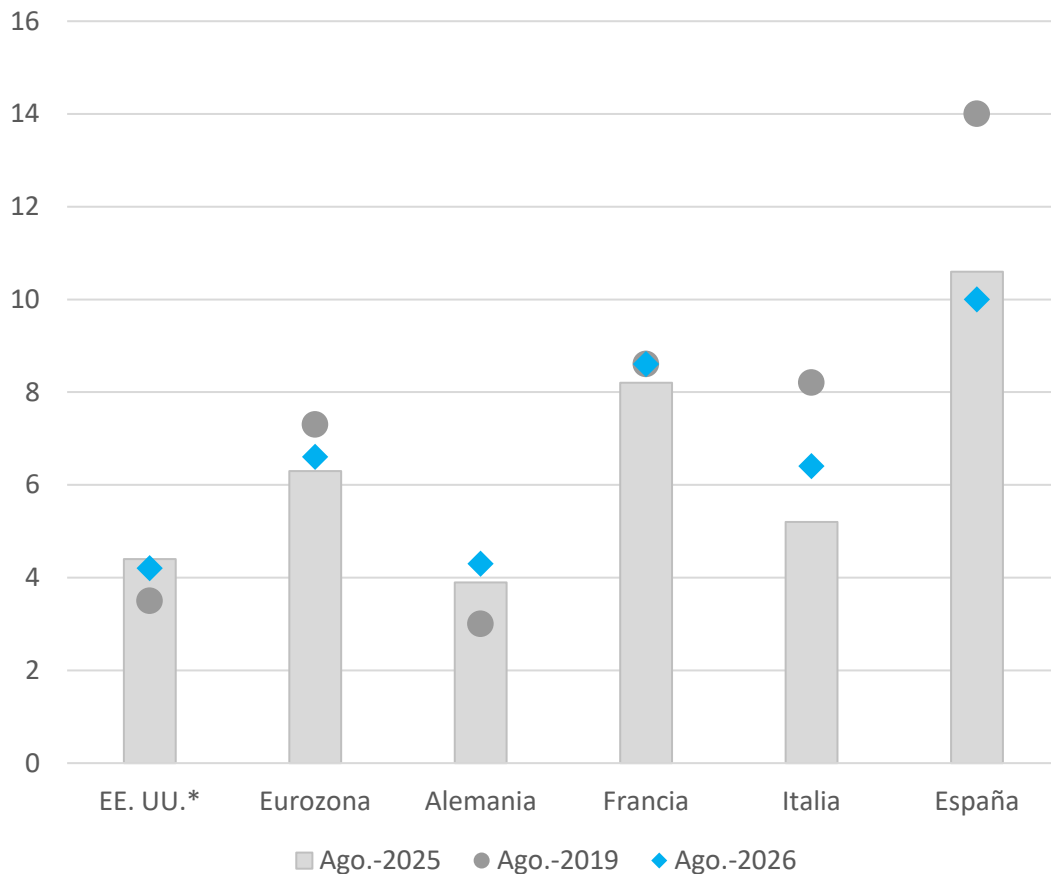
(% del total del uso energético)



El mercado laboral ofrece un colchón de resistencia

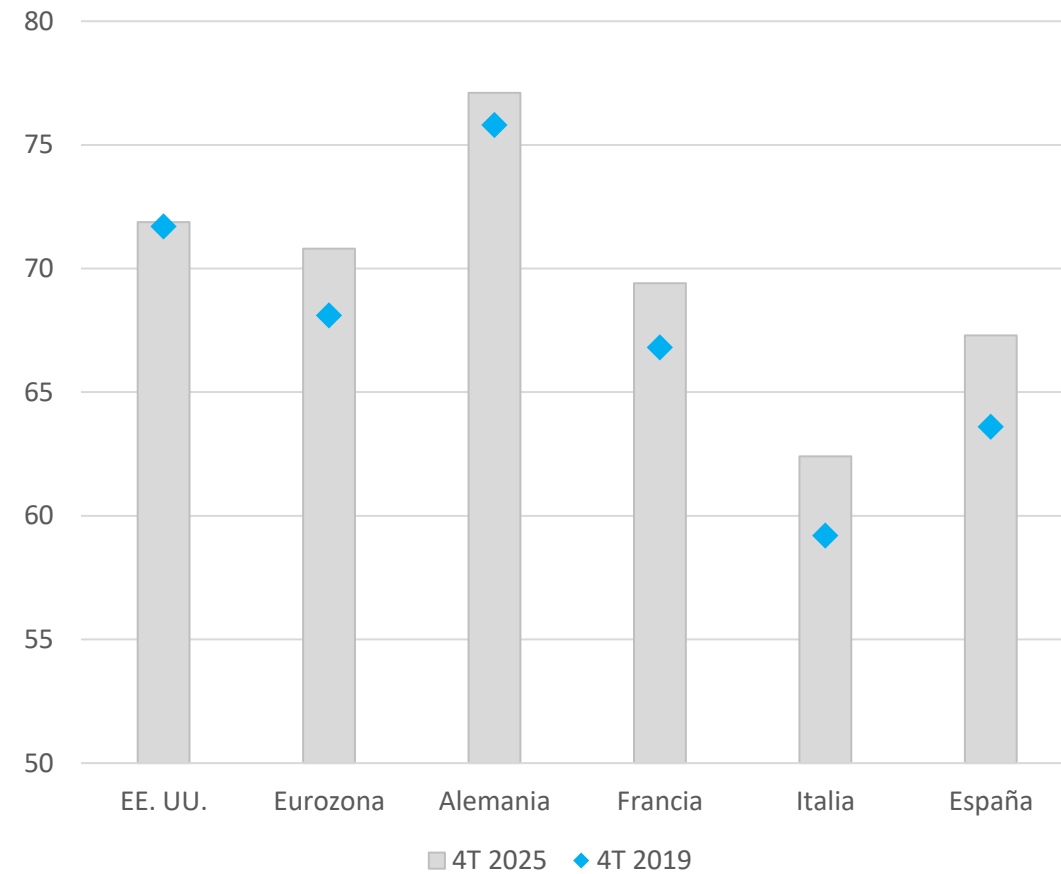
Desempleo

(% población activa)



Empleo

(% población total entre 16 y 64 años)



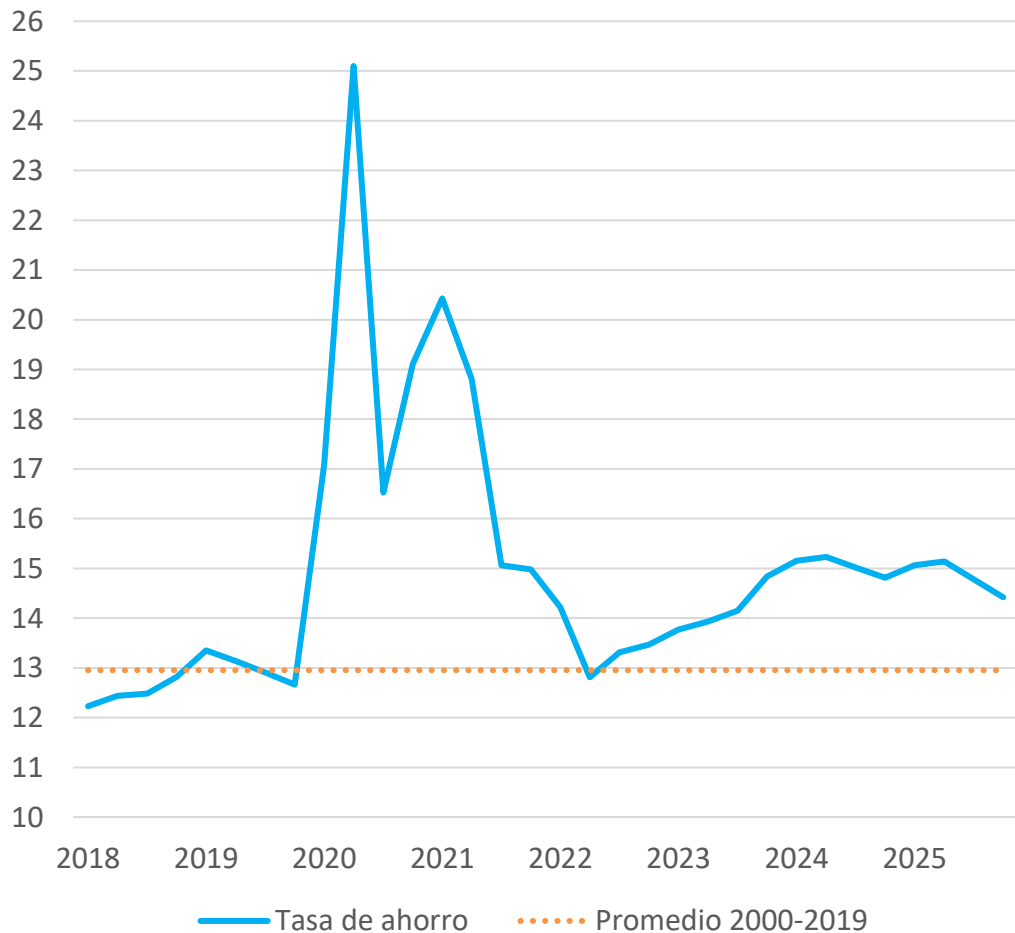
Nota: *Datos de septiembre para EE. UU.

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

La incertidumbre sostiene altas tasas de ahorro

Eurozona: tasa de ahorro de las familias

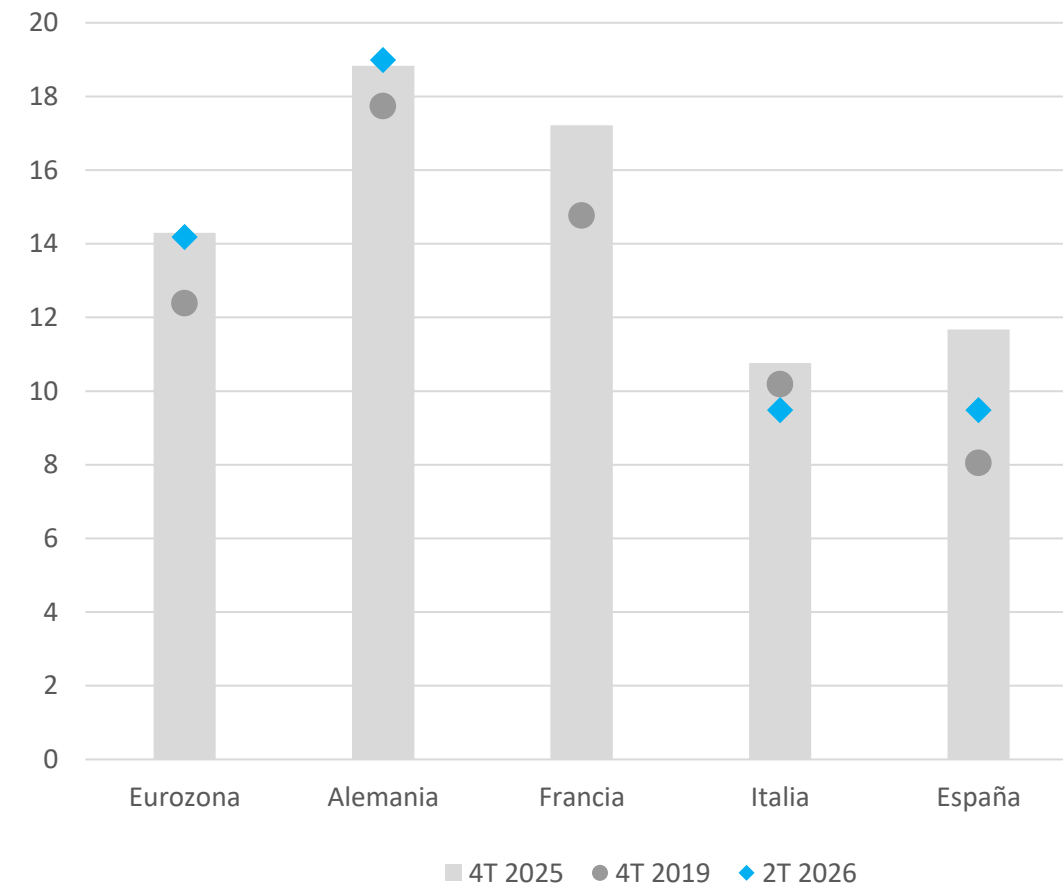
% renta bruta disponible



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

Eurozona: tasa de ahorro de las familias

% renta bruta disponible



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

- 
- 1 Energía, punto de partida
 - 2 Situación y perspectivas
 - 3 Transformaciones

Inflación
relevante, pero
con poca
propagación

1

Endurecimiento
monetario
controlado

2

Actividad
resiliente, entre
Oriente Próximo
y la IA

3

Economía internacional y mercados financieros

Proyecciones elaboradas: Septiembre 2026	2025	2026	2027
Petróleo (Brent, \$ por barril)	68,2	86,8 80,5	78,5 71,8
Gas (TTF € por MWh)	36,4	53,0 44,2	45,3 35,1
EE.UU. PIB (interanual)	2,1	2,1 2,3	1,9 2,0
Eurozona PIB (interanual)	1,3	1,0 0,5	1,4 1,3
China PIB (interanual)	5,0	4,5 4,5	4,0 4,0
EE.UU. inflación (interanual)	2,6	3,3 3,2	2,3 2,3
Eurozona inflación (interanual)	2,1	3,0 2,7	2,6 2,2
BCE – Tipo depo (%, fin de periodo)	2,00	2,75 2,25	2,50 2,00
Euribor 12M (%, fin de periodo)	2,27	3,39 2,47	2,65 2,26
Tipo soberano Alemania 10Y (%, fin de periodo)	2,84	3,30 2,95	3,00 2,90
Fed - Fed funds rate (%, fin de periodo, lower bound)	3,50	4,00 3,50	3,50 3,00
Tipo soberano EE.UU. 10Y (%, fin de periodo)	4,14	5,20 4,60	4,60 4,60
EUR/USD (Dólares por euro, fin de periodo)	1,17	1,17 1,11	1,18 1,15

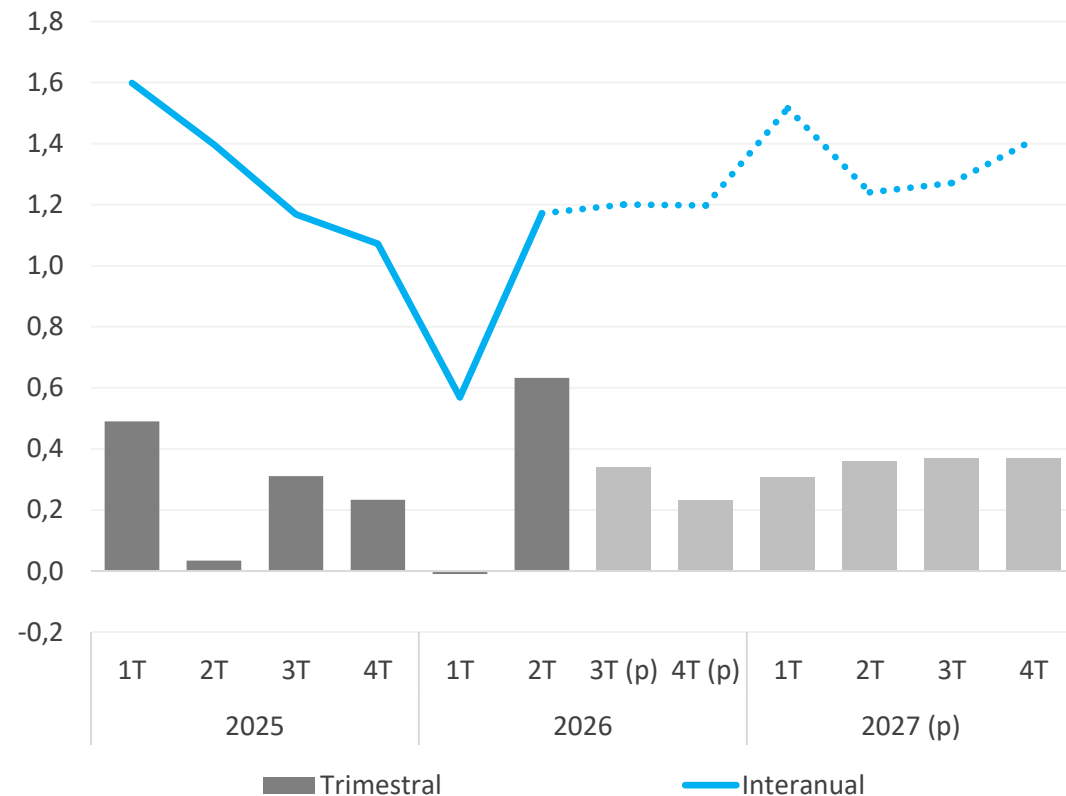
Notas: Promedio del periodo, si no se indica lo contrario. En azul, previsiones anteriores (julio de 2026).

Economía española

Proyecciones elaboradas: Septiembre 2026	2025	2026	2027
PIB	2,8	2,6 2,4	2,0 2,0
Tasa de paro (% población activa)	10,5	9,8 9,8	9,3 9,4
Inflación	2,7	3,4 3,2	2,5 2,4
Precio de la vivienda	11,2	13,5 12,5	7,2 6,5
Tasa de ahorro (% PIB)	12,1	10,9 11,2	10,7 11,2
Saldo público (% PIB)	-2,4	-2,3 -2,3	-2,3 -2,3
Deuda pública (% PIB)	100,7	98,8 99,2	97,3 97,8

Eurozona: PIB

Variación en porcentaje



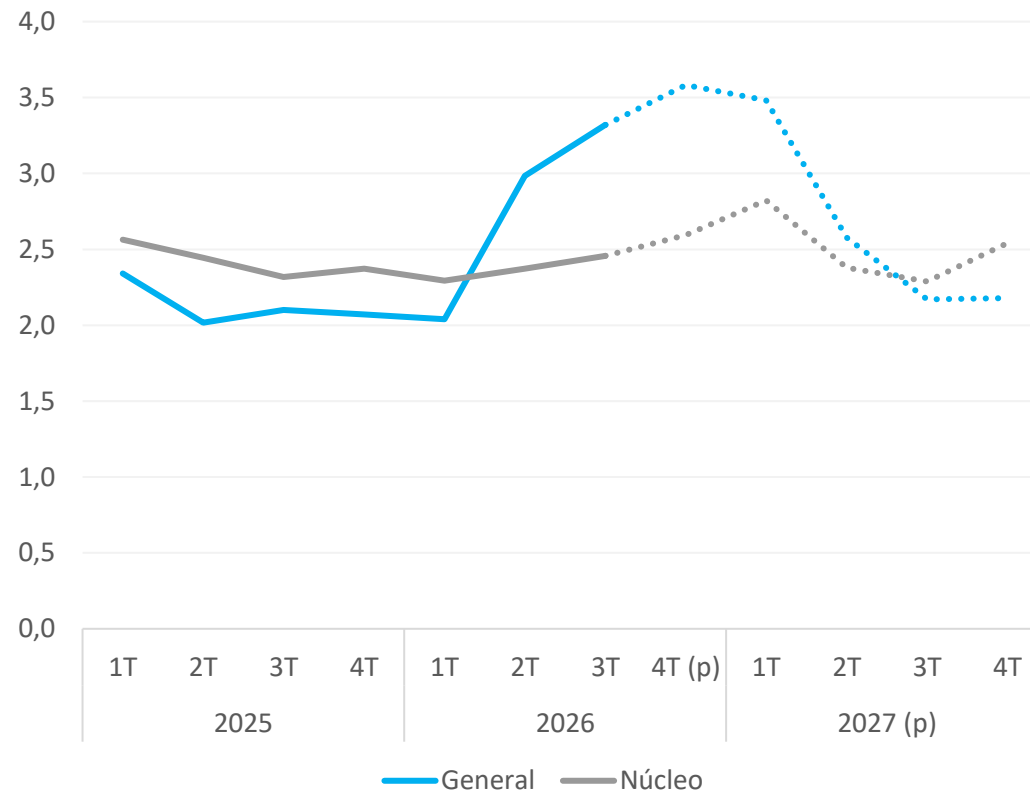
Nota: (p) Previsiones de CaixaBank Research.

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

- ▶ El PIB de la eurozona, excluyendo Irlanda, creció un 0,3% trimestral en el 1T 26 y en el 2T 26 (1,1% y 1,2% interanual, respectivamente).

Eurozona: IPCA

Variación interanual en porcentaje

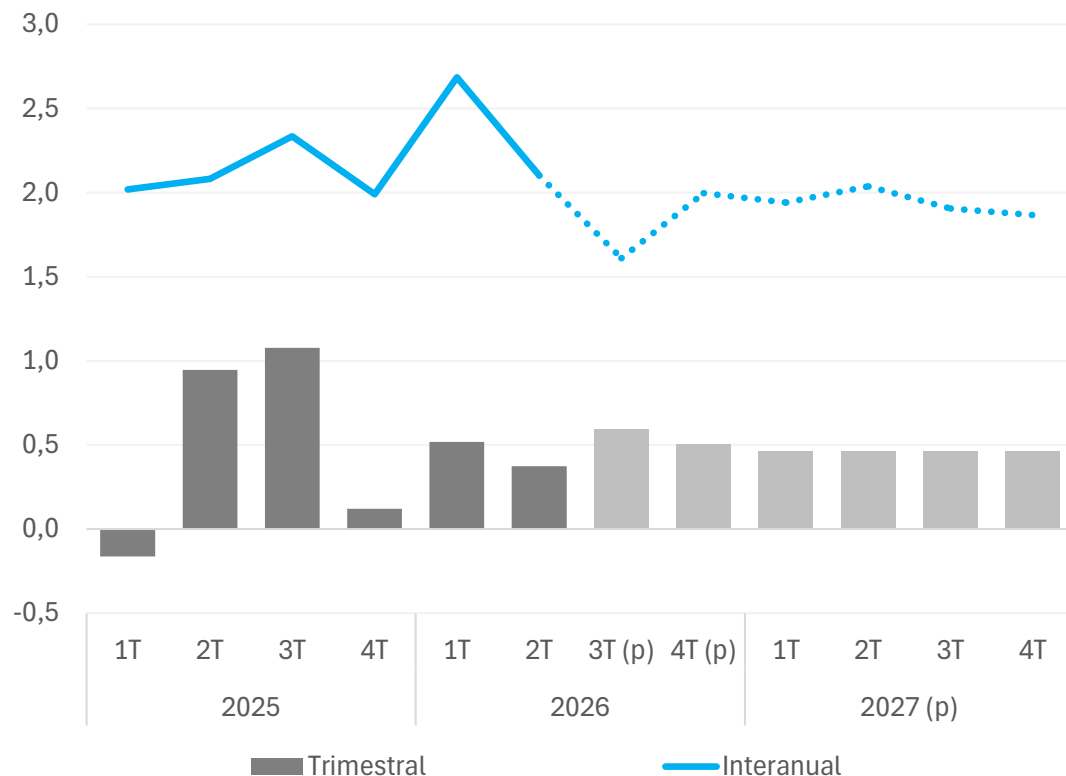


Nota: (p) Previsiones de CaixaBank Research. El IPCA núcleo excluye energía y alimentos.

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

EE. UU.: PIB

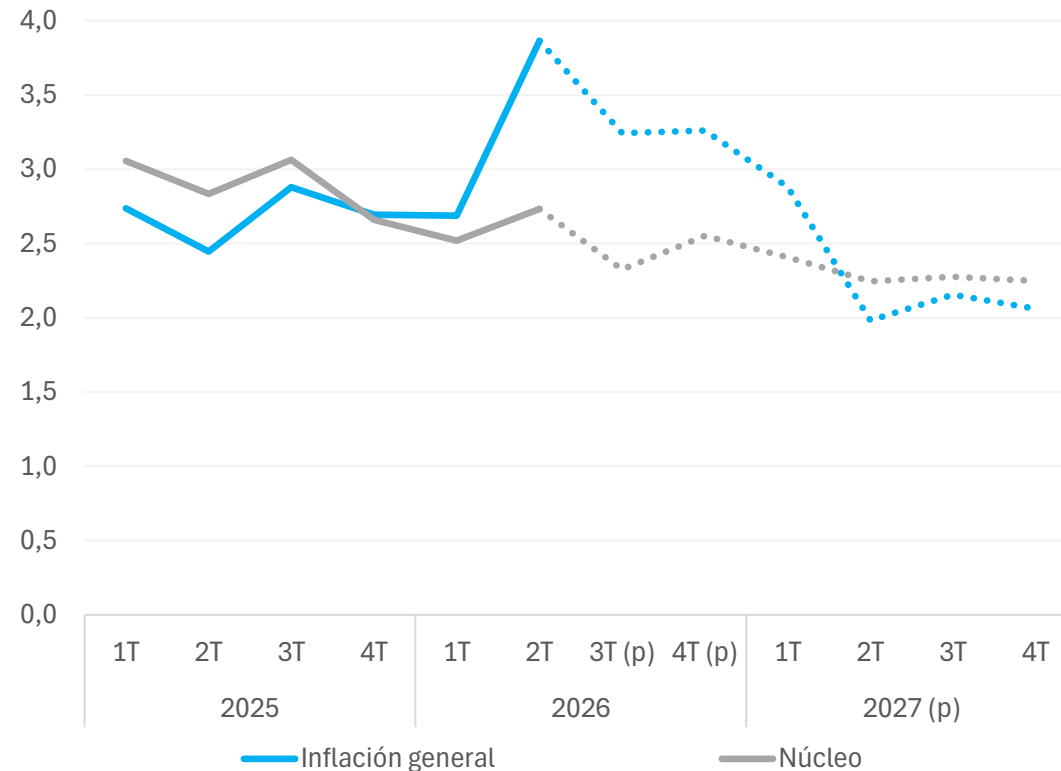
Variación en porcentaje



Nota: (p) Previsiones de CaixaBank Research.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BEA.

EE. UU.: IPC

Variación interanual en porcentaje

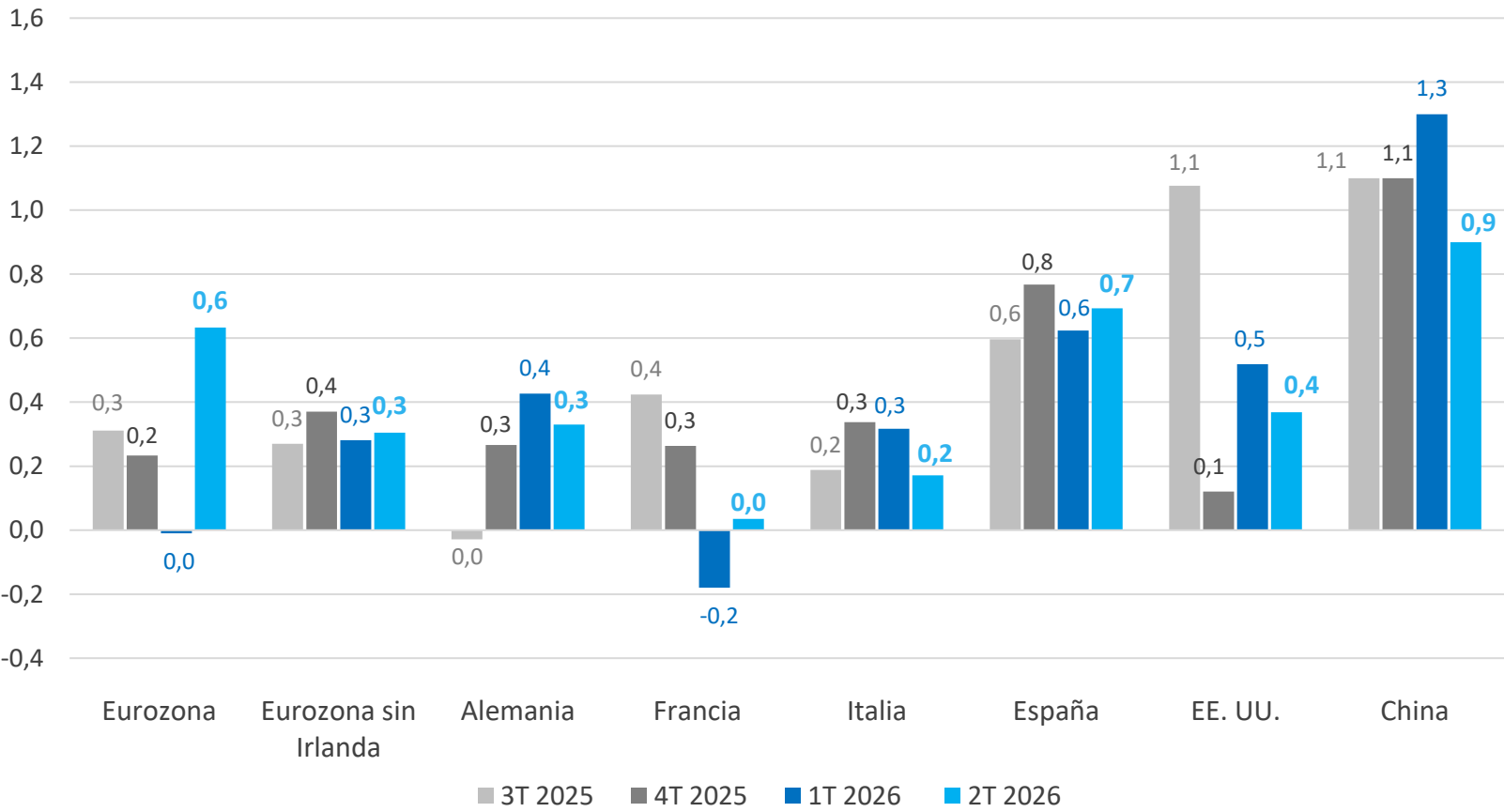


Nota: (p) Previsiones de CaixaBank Research. El IPC núcleo excluye energía y alimentos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BLS.

Actividad mundial resiliente, con disparidad regional

PIB

Variación trimestral (%)



2T 2026 vs 4T 2019

Variación acumulada en %

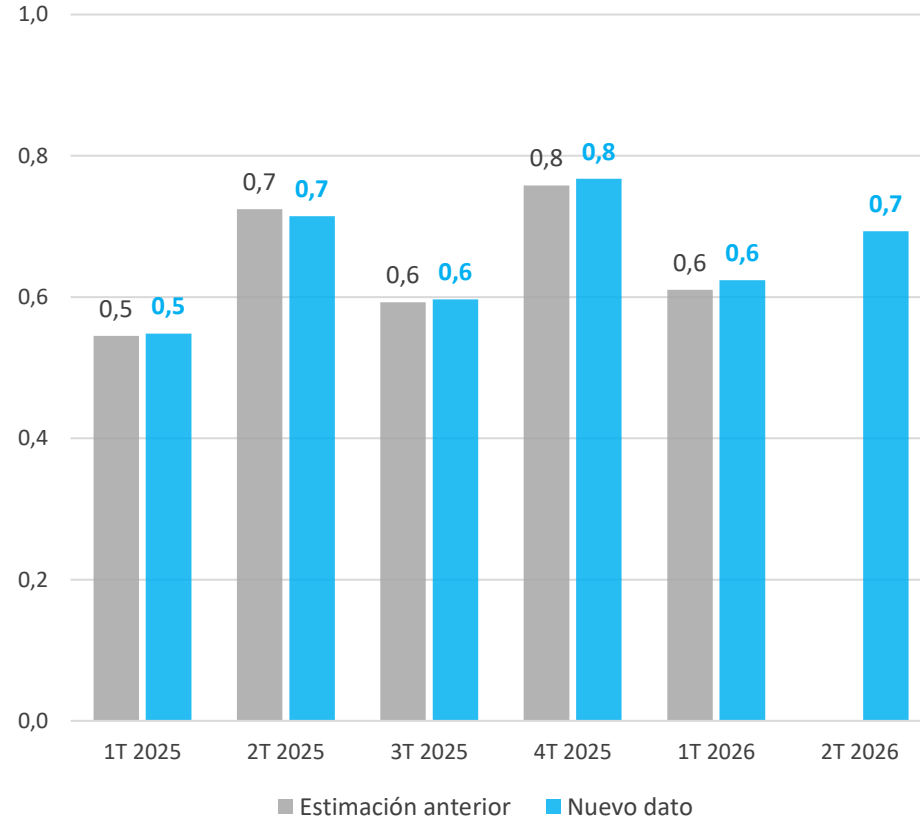
	China	34,1%
	EE. UU.	15,2%
	España	12,1%
	Italia	7,7%
	Eurozona	7,6%
	Eurozona sin Irlanda	6,7%
	Francia	6,3%
	Alemania	1,9%

Notas: (p) Datos preliminares.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, BEA vía Refinitiv y Bloomberg.

En España, el PIB sorprendió al alza en el 2T

PIB real

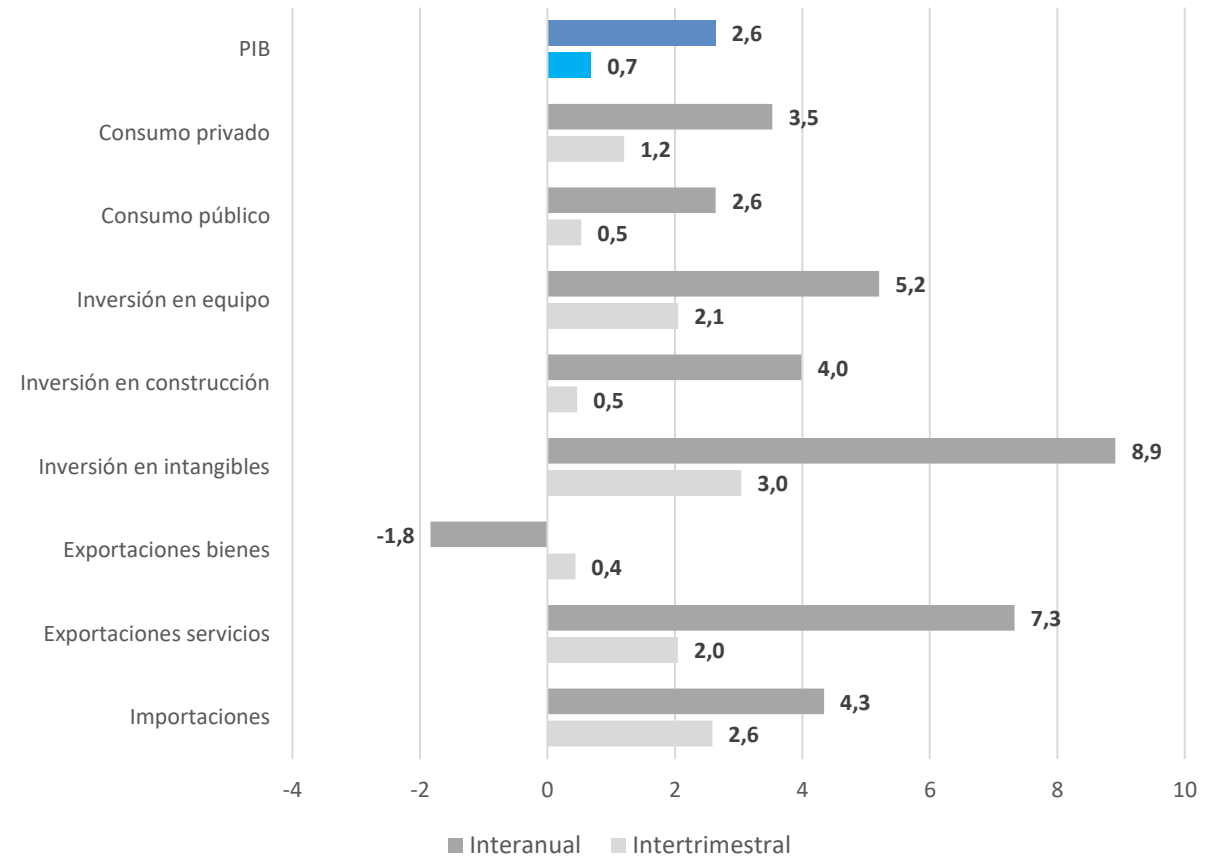
Variación intertrimestral en %



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

PIB real y componentes

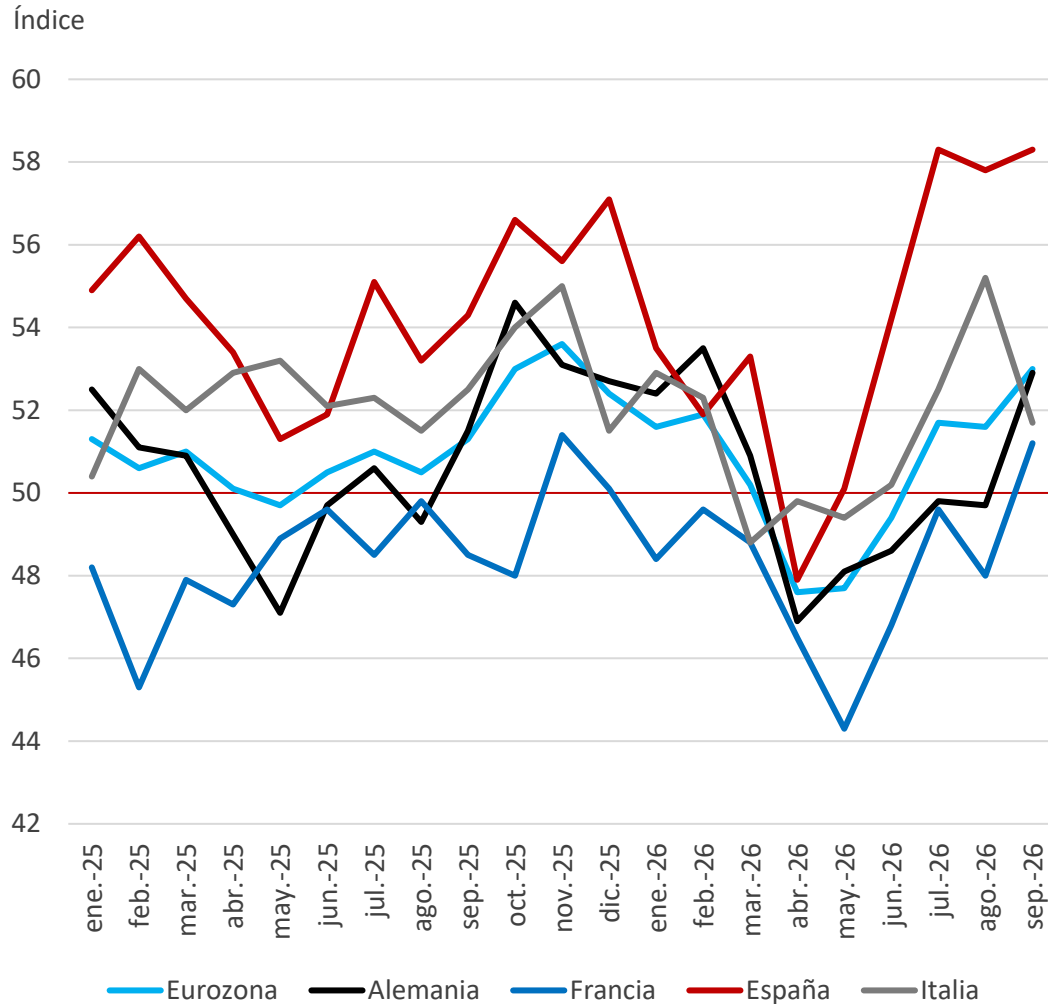
Variación en el 2T 2026 en %



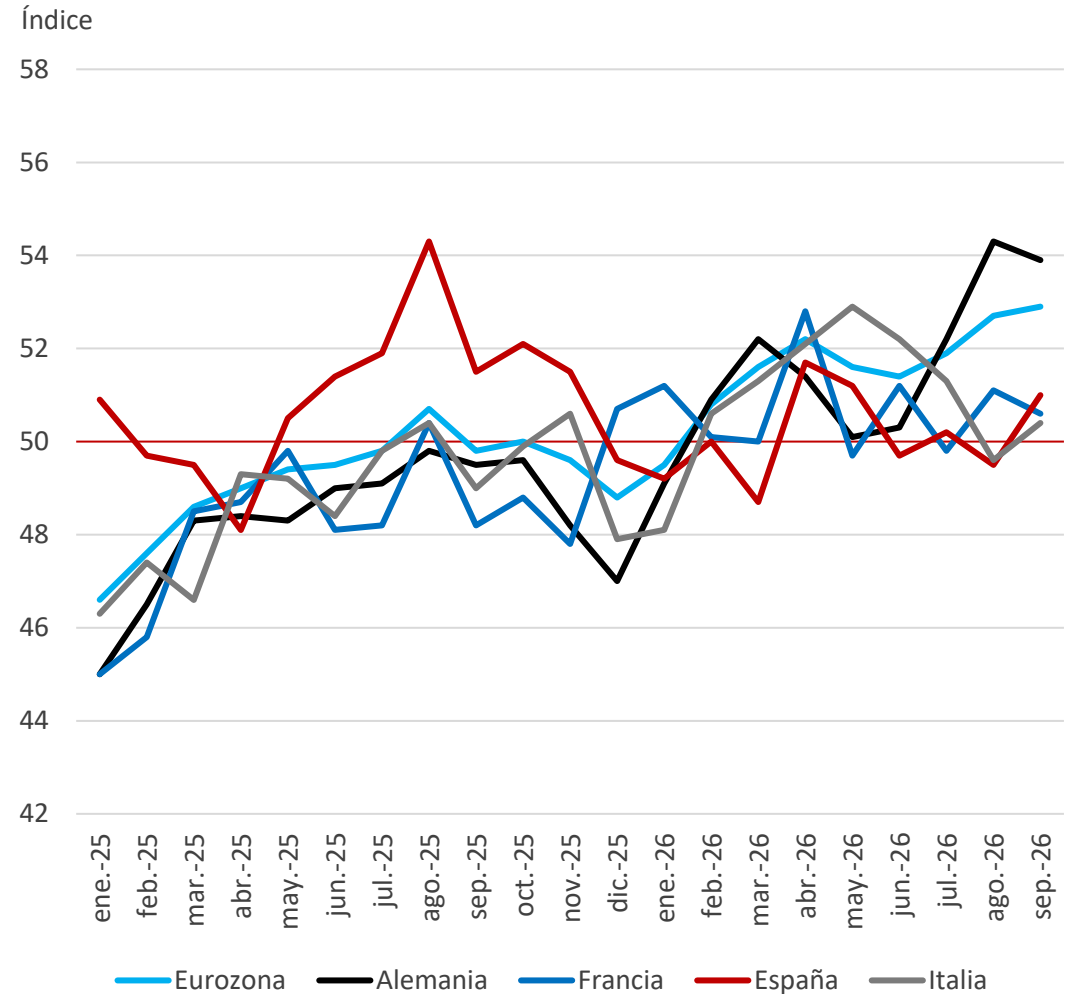
- ▶ El PIB mantiene un elevado ritmo de crecimiento (0,7% t/t), superior al previsto (0,5% t/t), a pesar de la fuerte subida del precio de la energía debido al conflicto entre EE. UU. e Irán. En septiembre revisaremos las previsiones de crecimiento (actualmente en el 2,4% para 2026).
- ▶ Principales motores del crecimiento en el último año: consumo privado, inversión y exportaciones de servicios (tanto turísticos como no turísticos).

En Europa, mejora la confianza en el 3T

Eurozona: PMI servicios



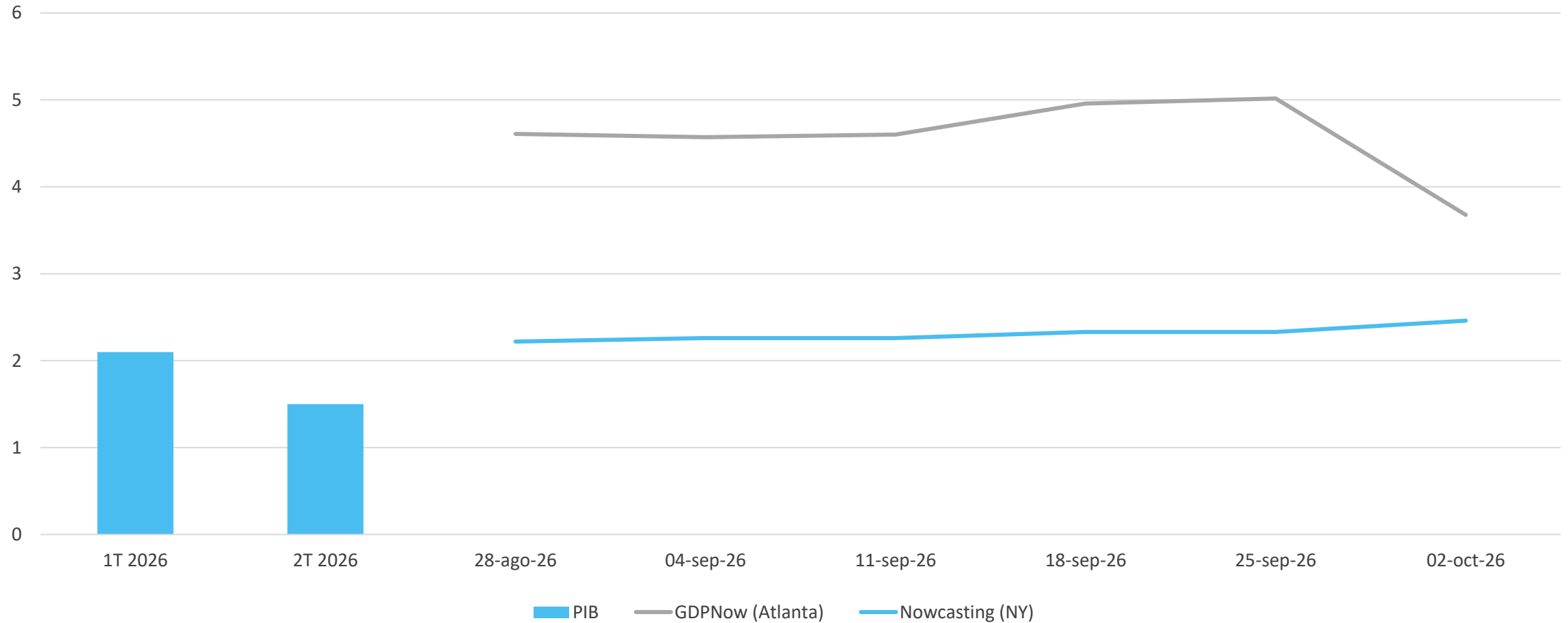
Eurozona: PMI manufacturas



EE. UU. mantiene un crecimiento económico dinámico

EE. UU.: PIB y *trackers* del 3T

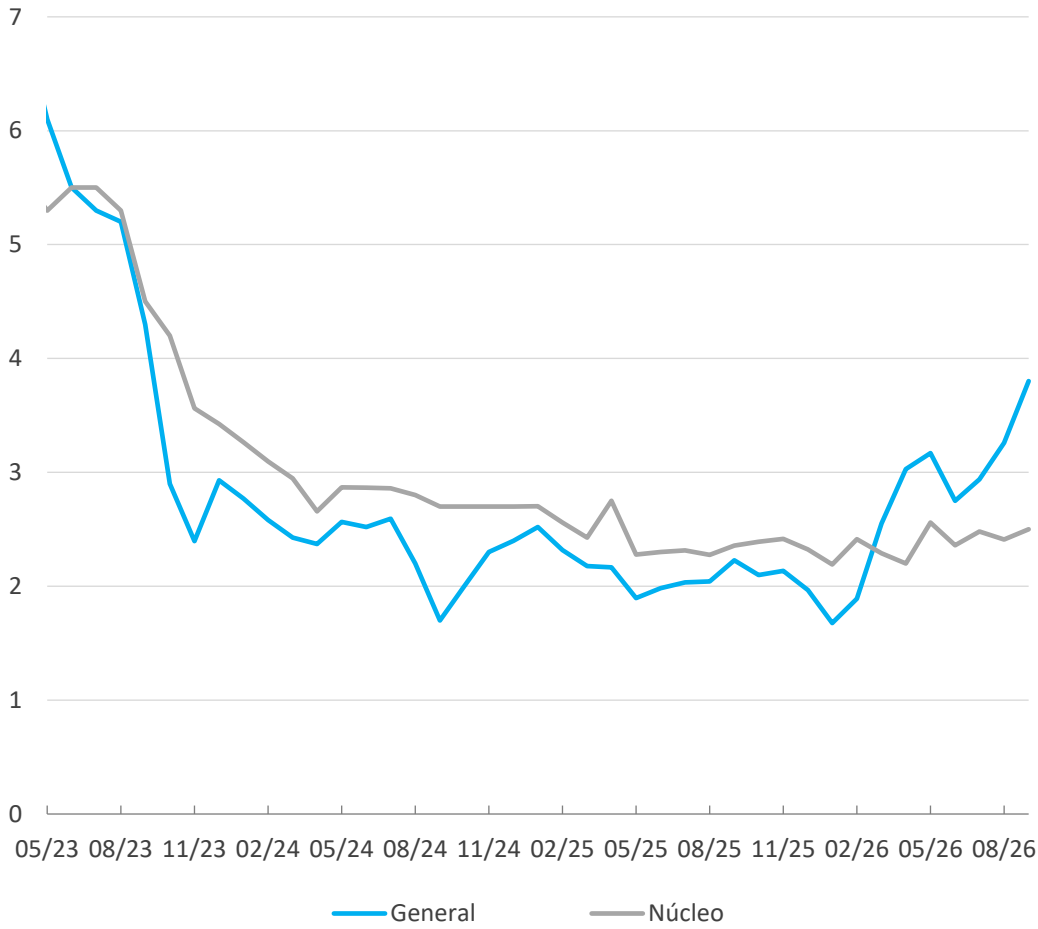
Variación intertrimestral anualizada (%)



Inflación: impacto relevante de la energía, pero sin efectos indirectos

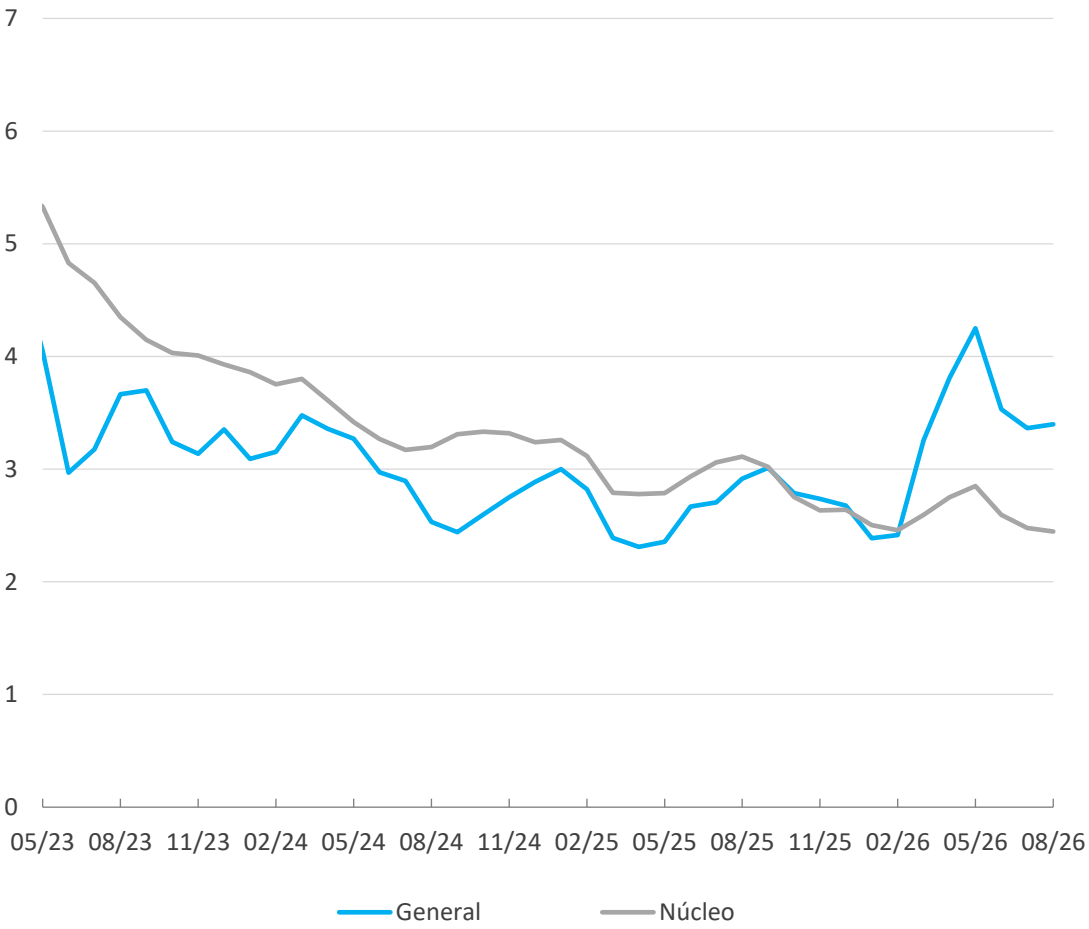
Eurozona: IPCA

Var. interanual %



EE. UU.: IPC

Var. interanual %



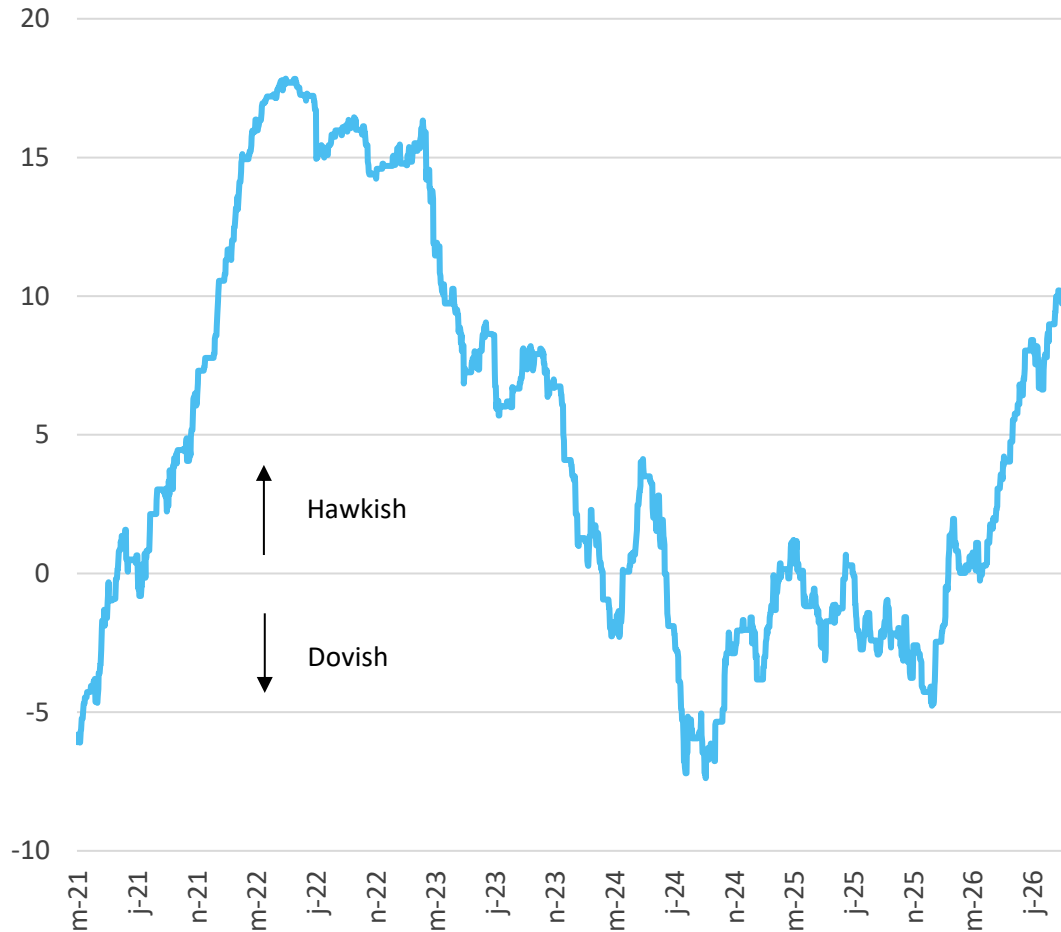
Nota: El IPC núcleo excluye del índice de precios la energía y todos los alimentos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Nota: El IPC núcleo excluye del índice de precios la energía y todos los alimentos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BLS.

La Fed muestra una menor tolerancia a la inflación

Sentimiento de la Fed

Índice

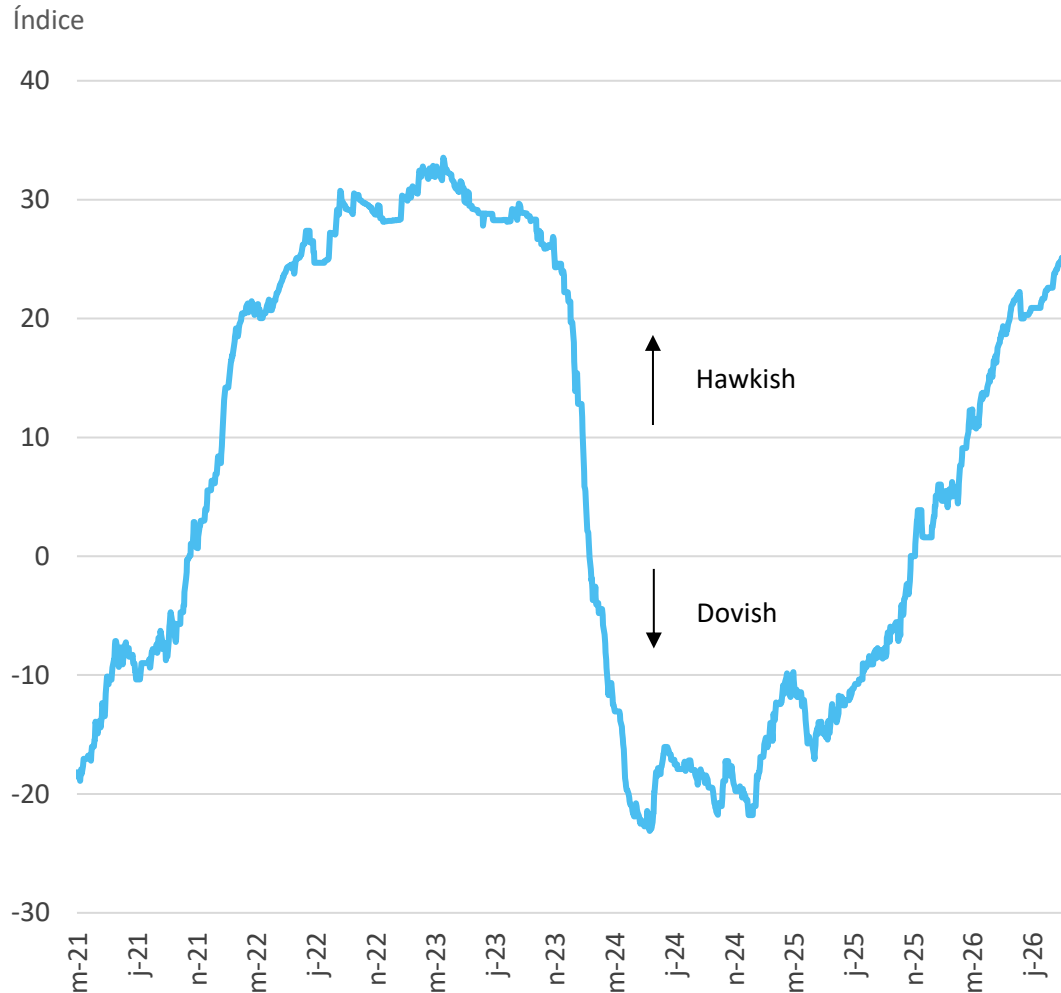


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

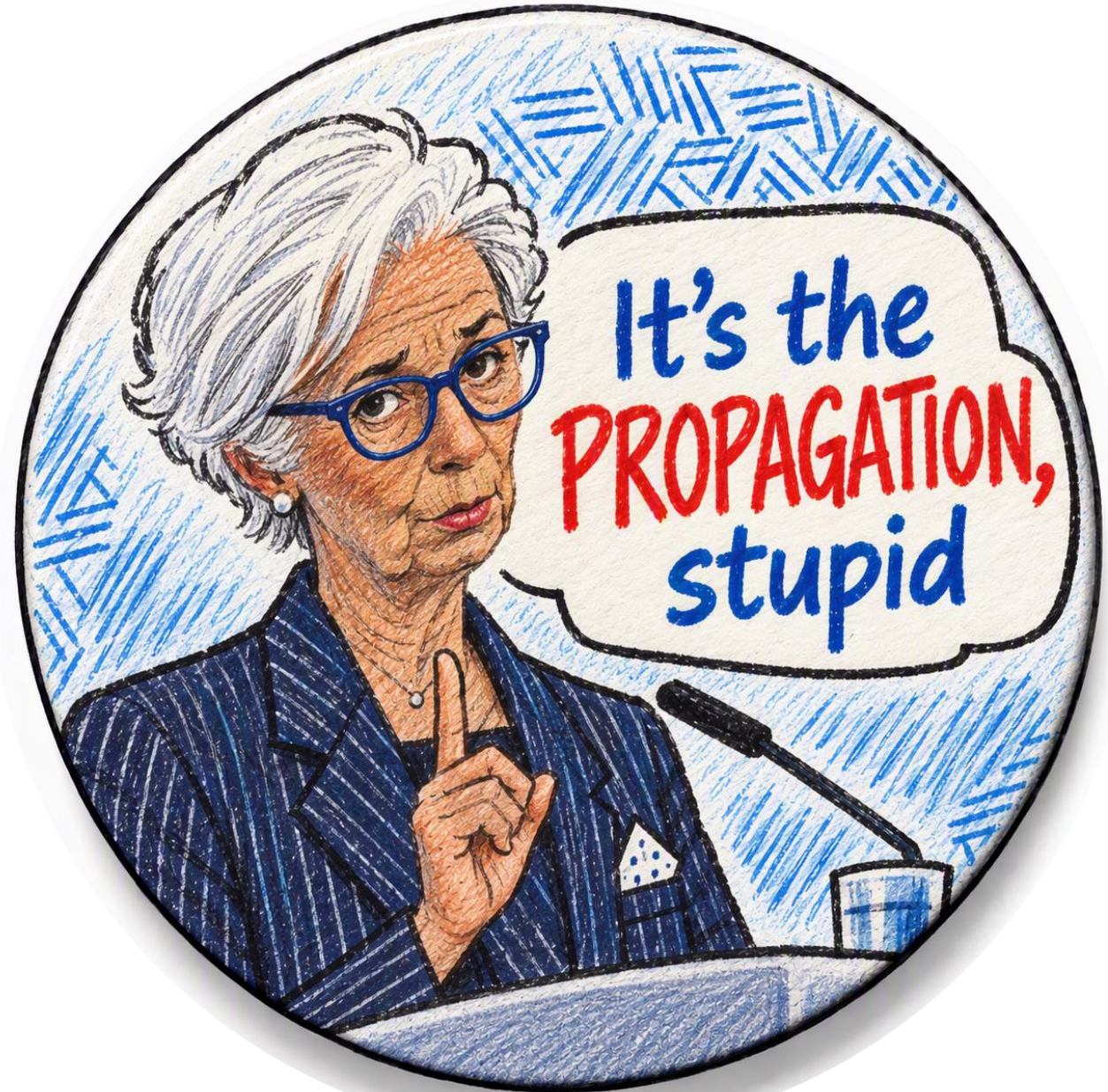


El BCE persigue un endurecimiento “controlado”

Sentimiento del BCE

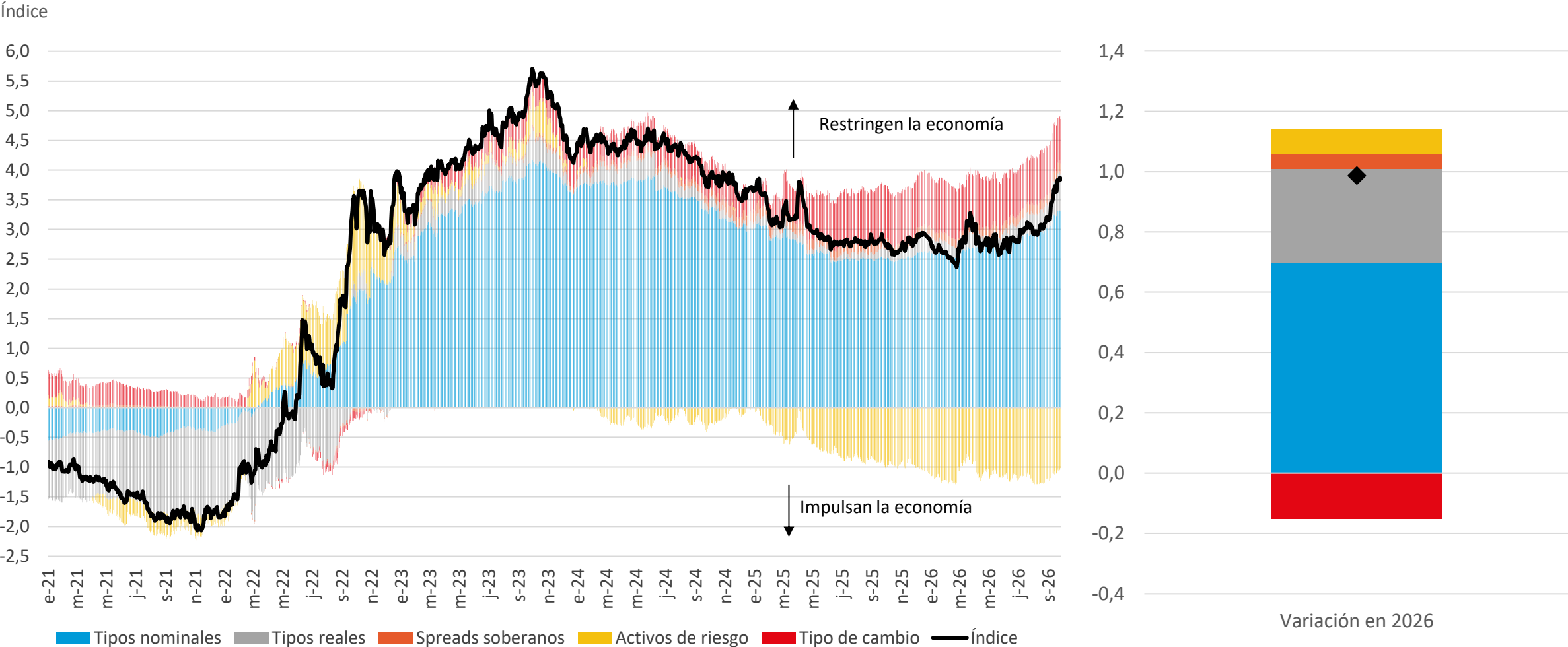


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.



Condiciones financieras: el mercado también juega

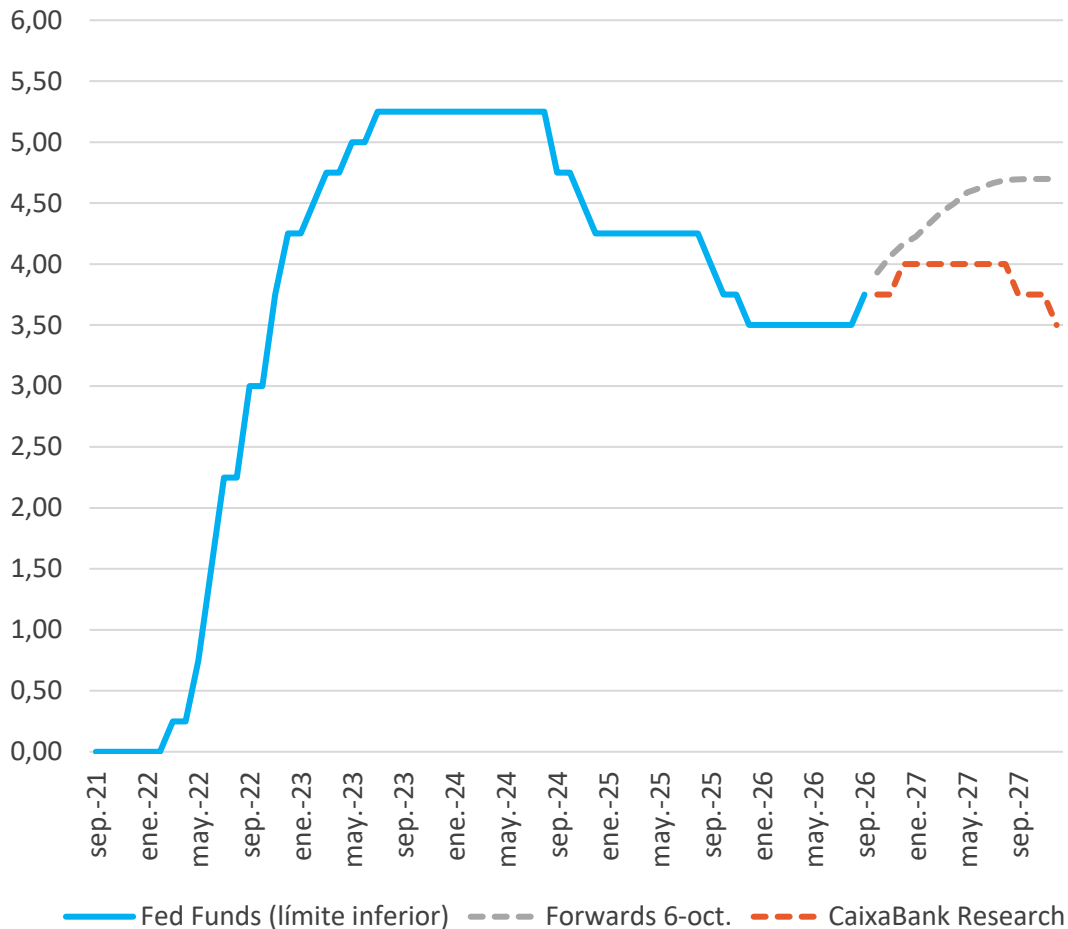
Eurozona: condiciones financieras



Bancos centrales: desacuerdo entre mercados y analistas

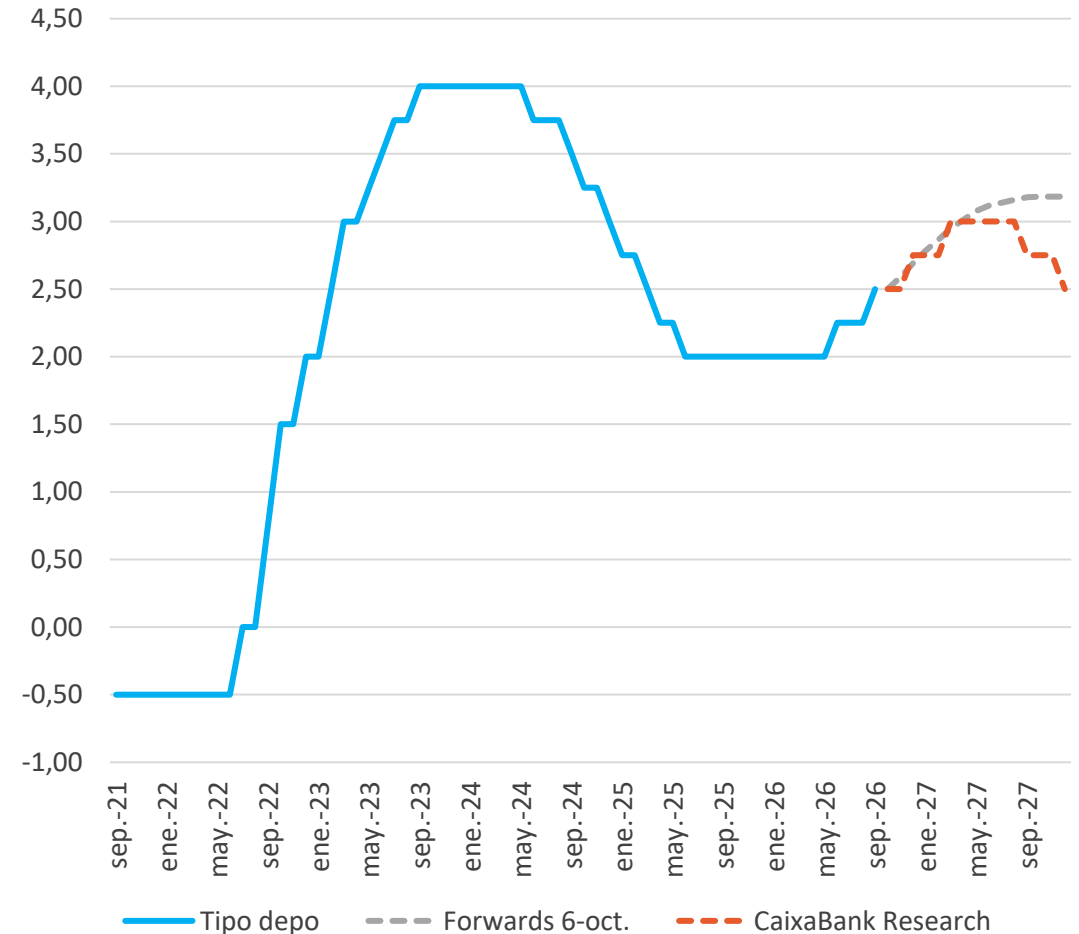
EE. UU.: Fed funds rate

(%)



Eurozona: tipo *depo* del BCE

(%)



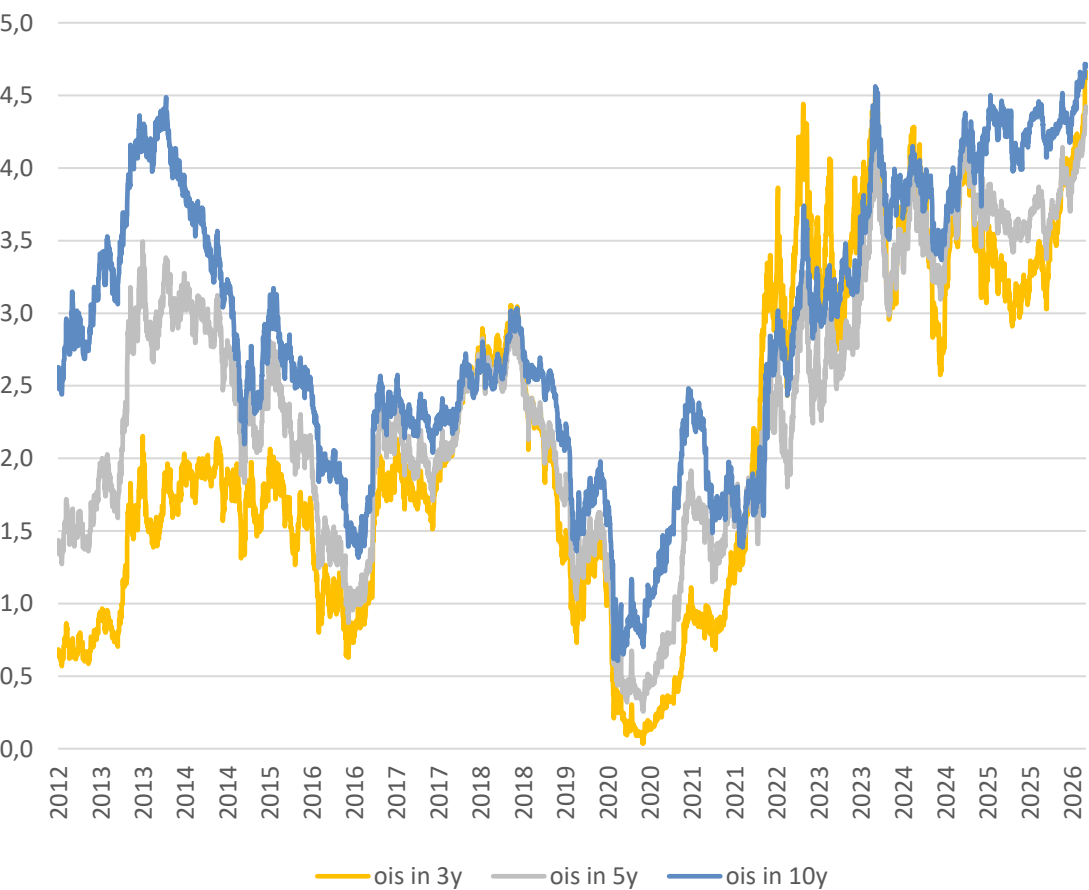
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

- 
- 1 Energía, punto de partida
 - 2 Situación y perspectivas
 - 3 Transformaciones

Tipo de interés neutral (nominal) según implícitos de mercado

EE. UU.: Fed funds rate

(%)



Eurozona: tipo *depo* del BCE

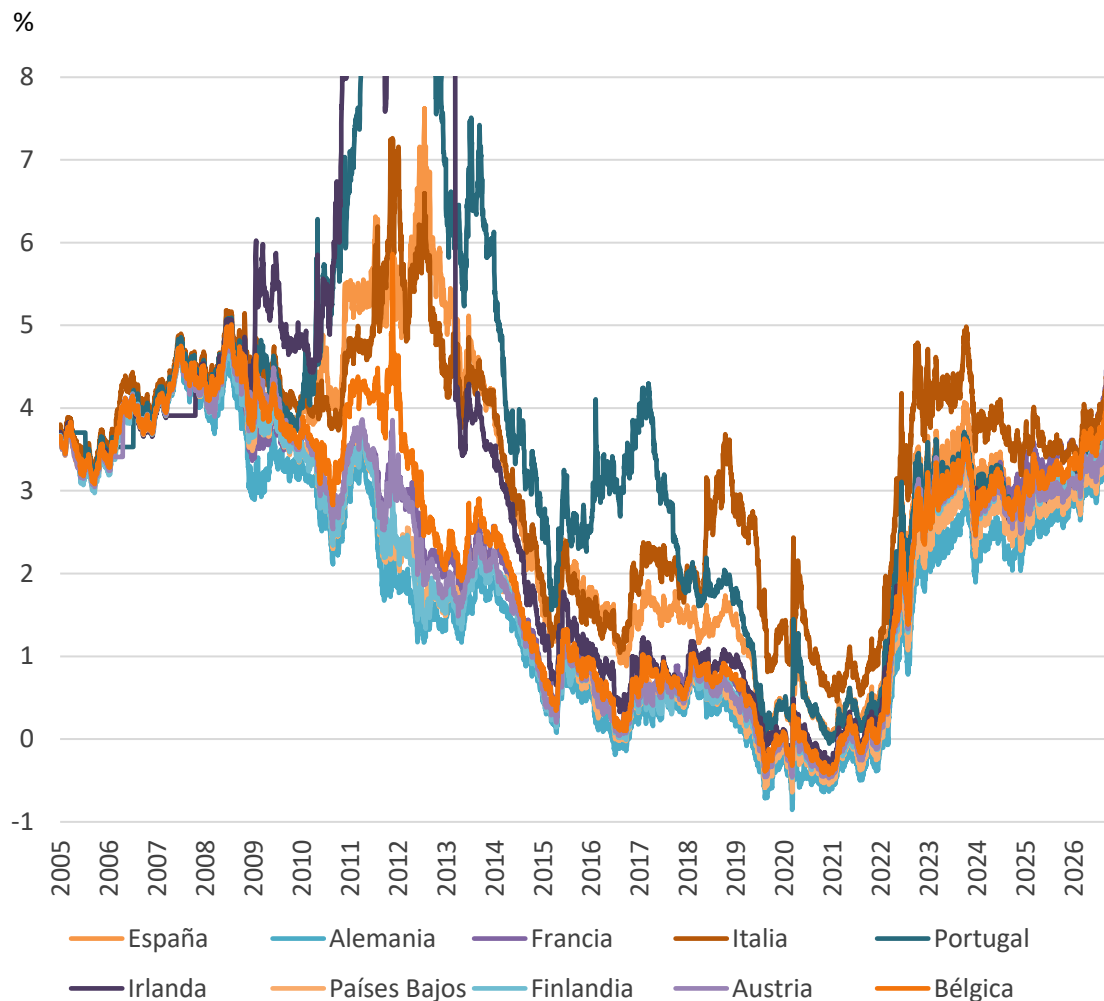
(%)



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

El nuevo panorama geopolítico agrava los retos fiscales

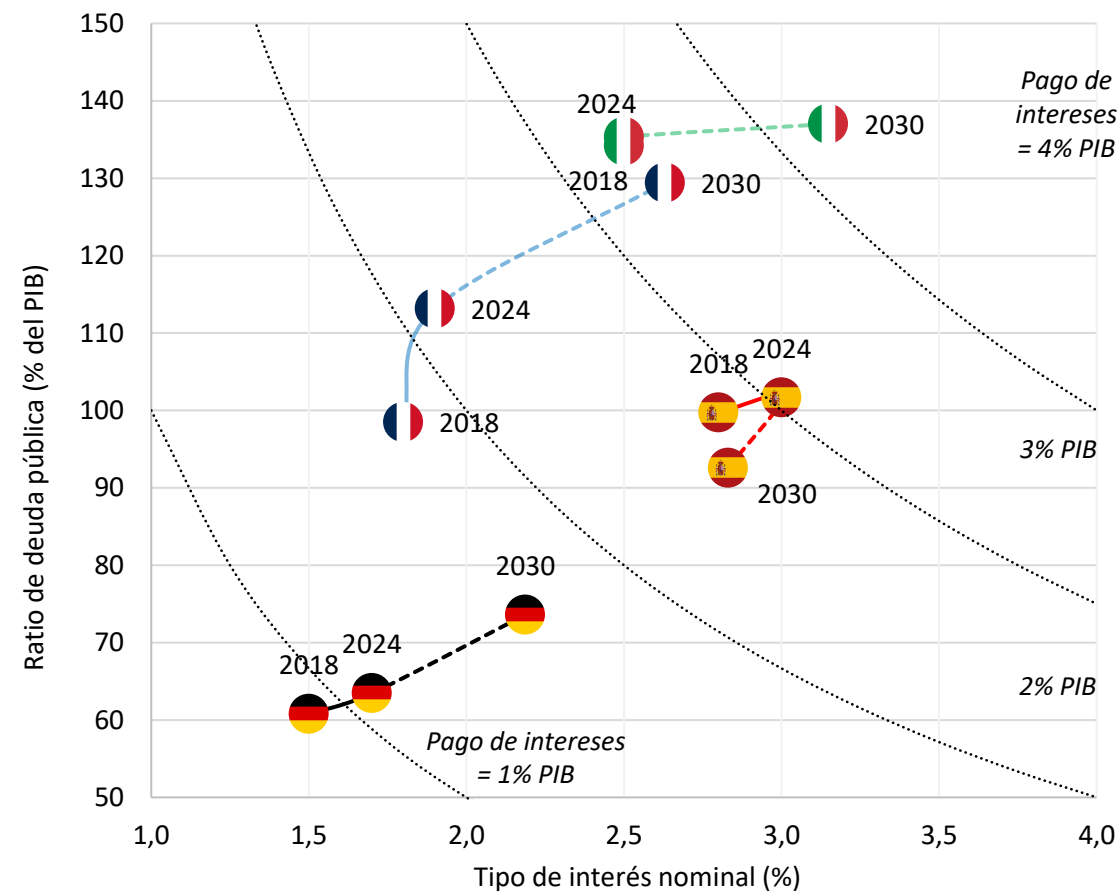
Rentabilidad del bono público a 10 años



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

Eurozona: pagos de intereses de deuda pública

2018-2030



Nota: Proyecciones para 2030 del FMI, WEO octubre 2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Comisión Europea y el FMI.

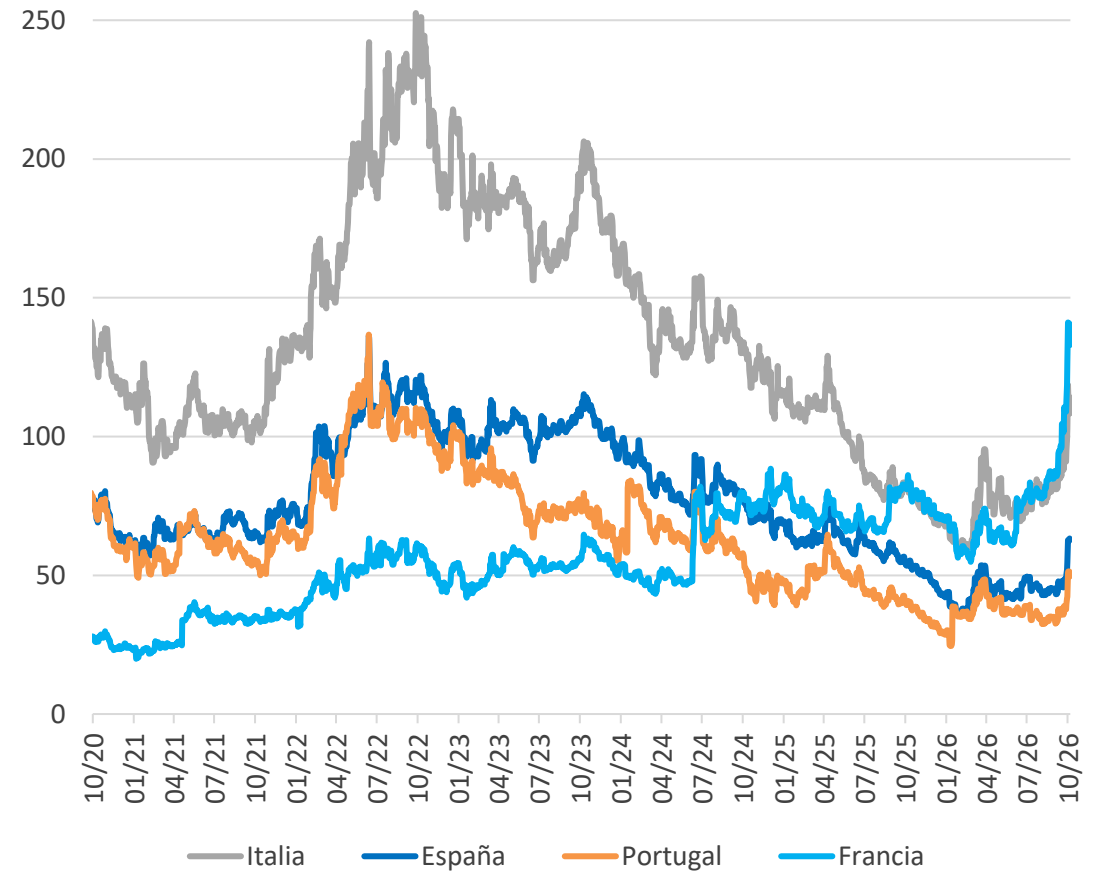
Reposicionamiento de la calidad crediticia soberana

Calificación crediticia: principales agencias

	Moody's		S&P		Fitch	
Alemania	Aaa	Estable	AAA	Estable	AAA	Estable
Francia	Aa3	Negativa	A+	Estable	A+	Estable
Italia	Baa2	Estable	BBB+	Positiva	BBB+	Estable
España	A3	Estable	A+	Estable	A	Estable
P. Bajos	Aaa	Estable	AAA	Estable	AAA	Estable
Bélgica	A1	Estable	AA-	Estable	A+	Estable
Austria	Aa1	Negativa	AA+	Estable	AA	Estable
Irlanda	Aa2	Positiva	AA+	Estable	AA	Estable
Finlandia	Aa1	Estable	AA+	Negativa	AA	Estable
Grecia	Baa3	Positiva	BBB	Estable	BBB	Estable
Portugal	A3	Estable	A+	Positiva	A+	Estable

Primas de riesgo a 10 años

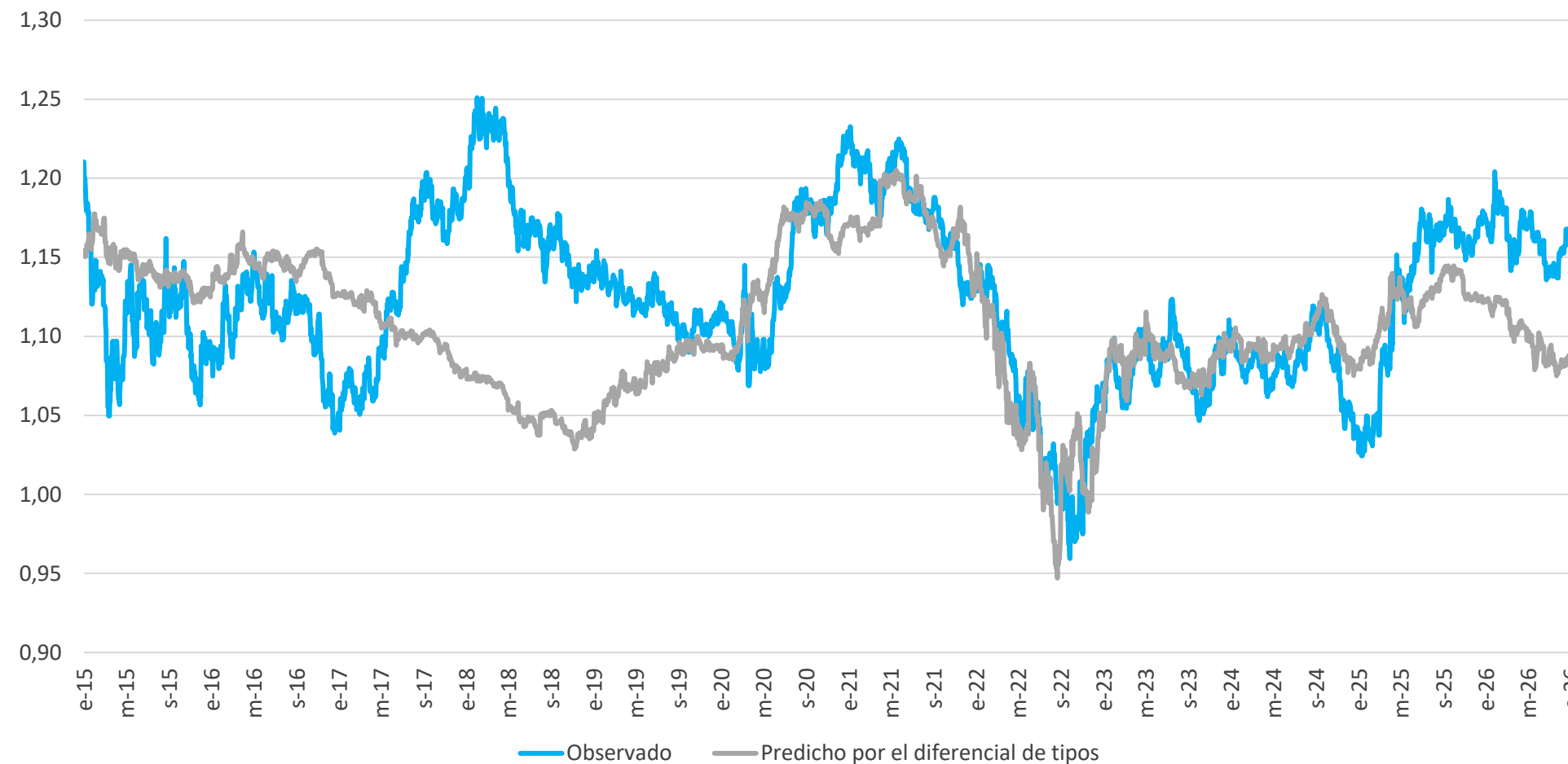
p. b.



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

Tipo de cambio euro-dólar y diferencial de tipos

Dólares por euro



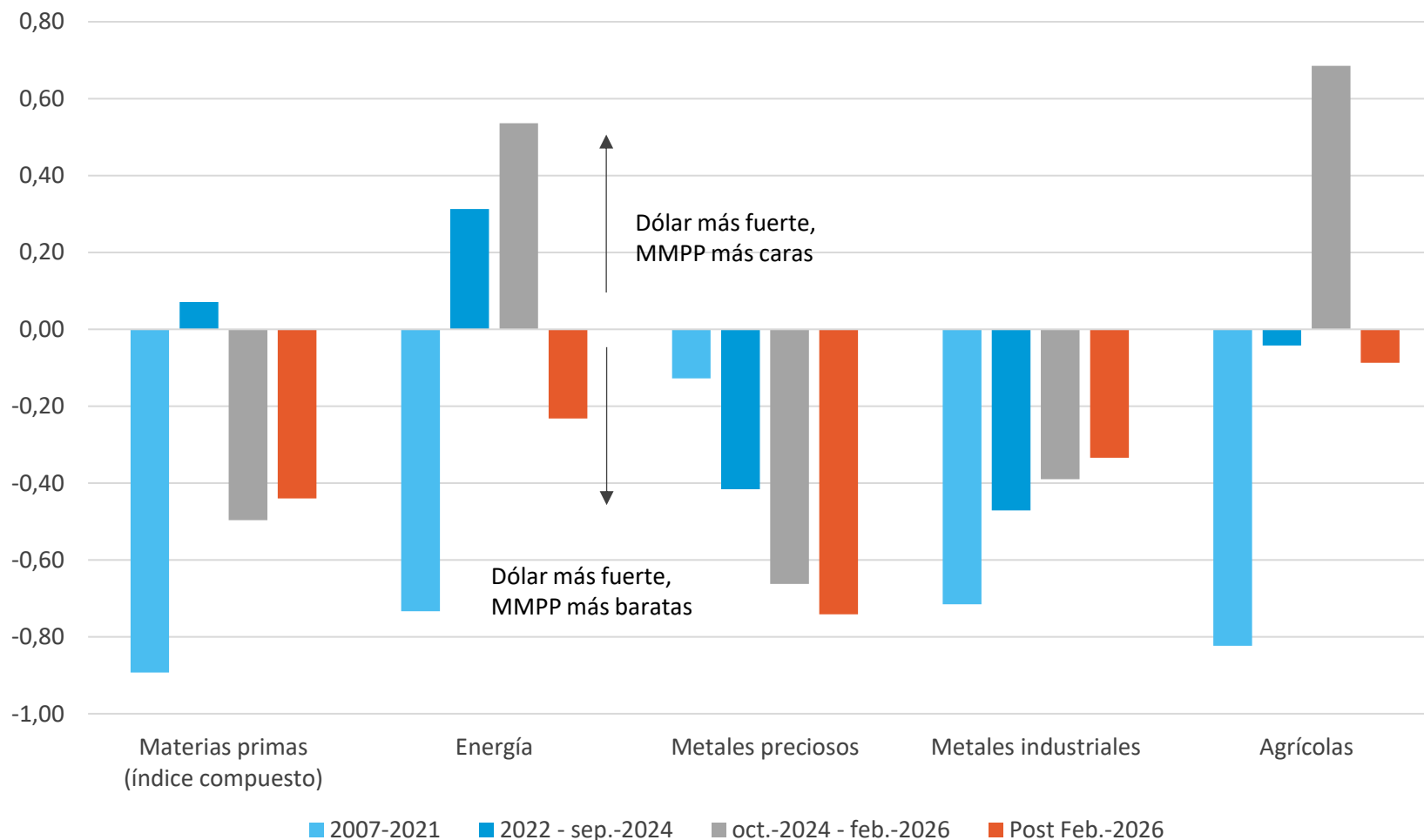
Nota: El tipo de cambio predicho se basa en un diferencial de tipos reales a dos años. En concreto, el diferencial entre los tipos swap OIS a 2 años y el diferencial de swaps de inflación a 2 años de EE. UU. y eurozona. La relación se estima entre enero de 2021 y diciembre de 2024.

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

Cambios en las relaciones clásicas del dólar

Tipo de cambio del dólar (DXY) y precios de las materias primas

Coeficiente de correlación



La tradicional relación inversa entre el dólar y las materias primas se ha girado en los últimos años:

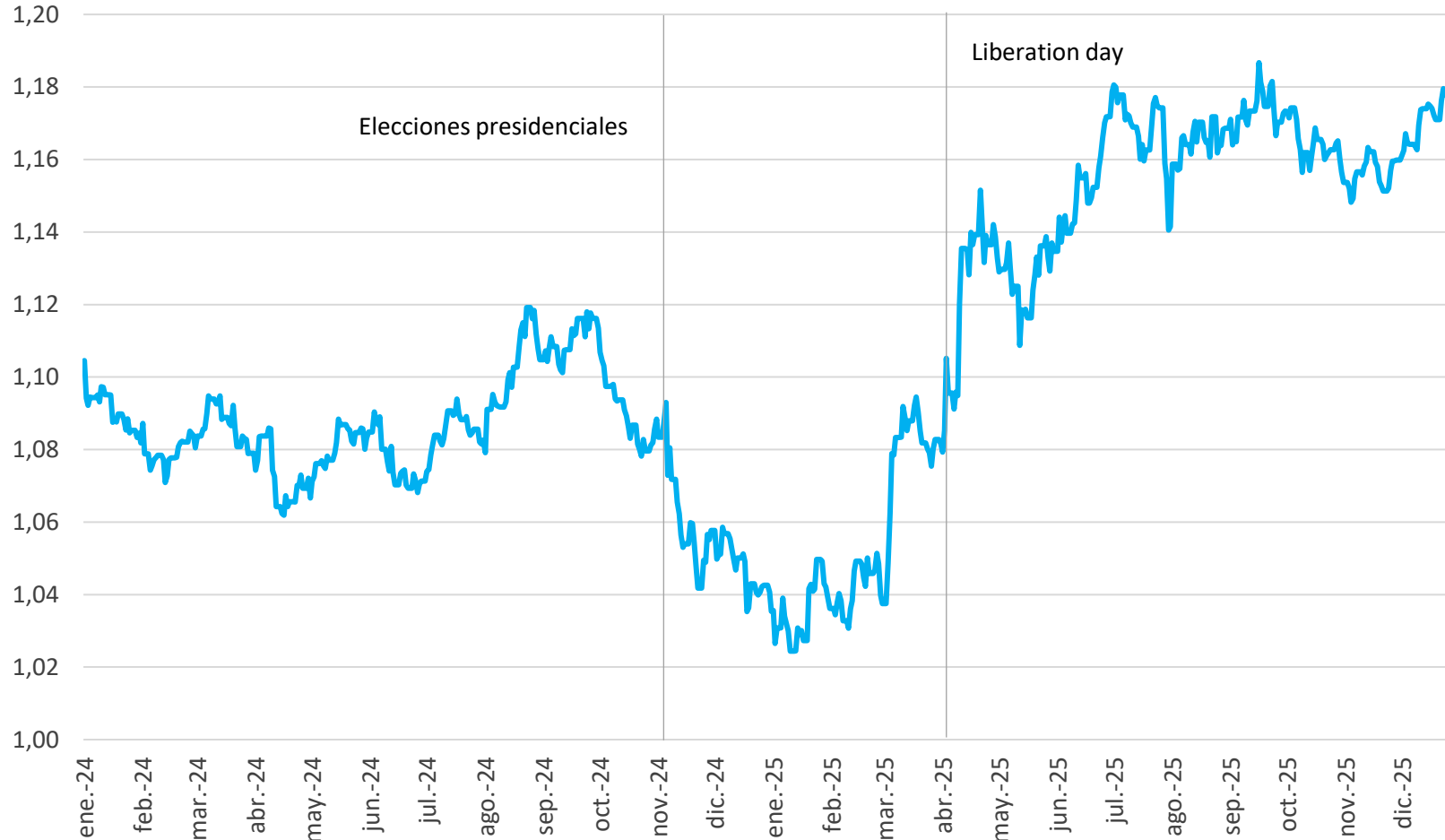
- **Causa transitoria.** Naturaleza de los *shocks* (p. ej., la guerra de Ucrania provoca aversión al riesgo [USD activo refugio] y encarecimiento energético).
- **Causa estructural.** EE. UU. emerge como exportador neto de energía (el USD se convierte en una “commodity currency”).

Consecuencia: la nueva relación “positiva” entre USD y materias primas amplifica el impacto de los *shocks* de precios de *commodities* sobre el mundo.

Lastres sobre el dólar

El tipo de cambio euro-dólar en el 1r año de Trump

Dólares por euro

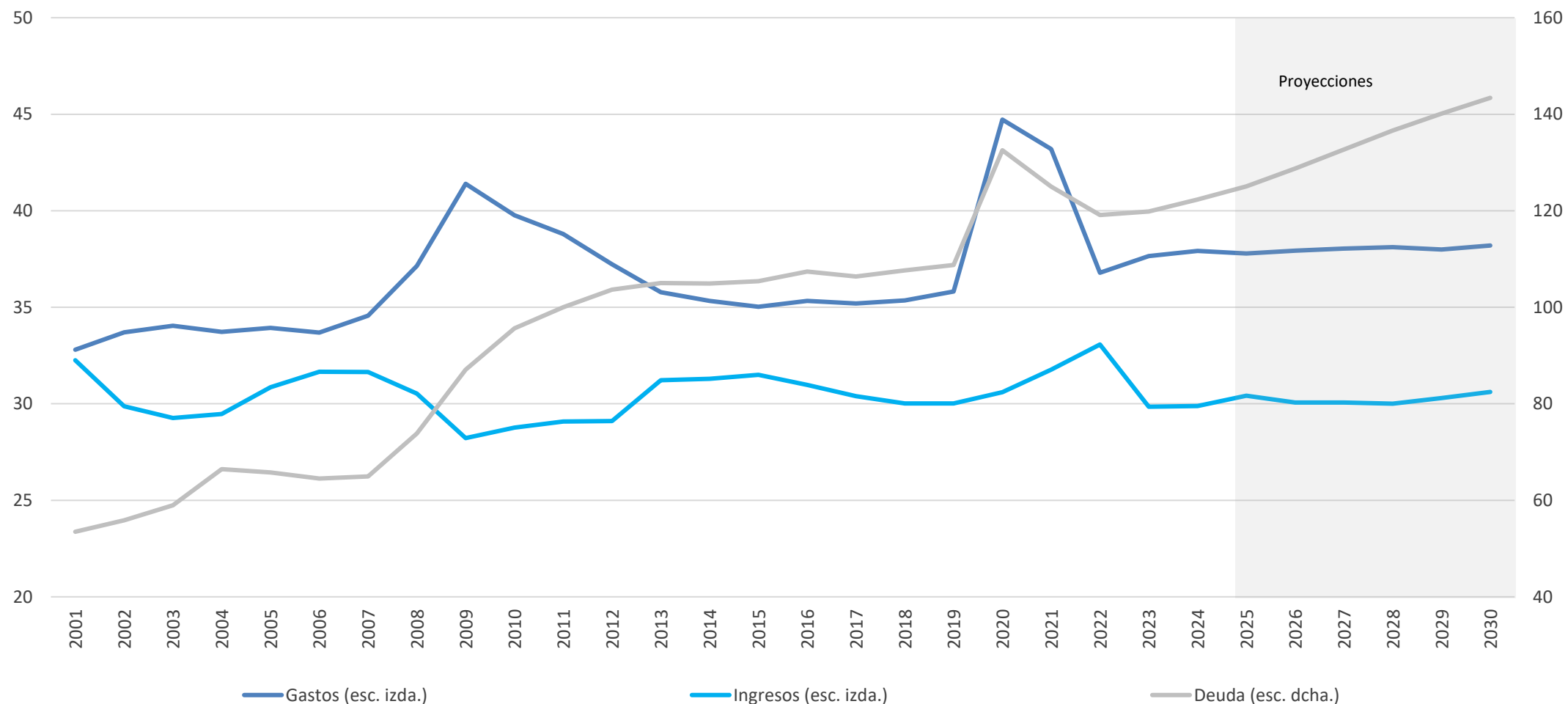


Respuestas del tipo de cambio a los aranceles:

- **Apreciación.** Respuesta “canónica” de la literatura económica (teórica y empírica). La divisa se fortalece (por ejemplo, por la expectativa de que los aranceles provoquen inflación y, por lo tanto, tipos más altos de la Fed) y absorbe parte del arancel.
- **Depreciación.** Puede producirse ante menores expectativas de crecimiento o menor apetito por los activos del país proteccionista.

EE. UU.: saldo y deuda pública

% del PIB

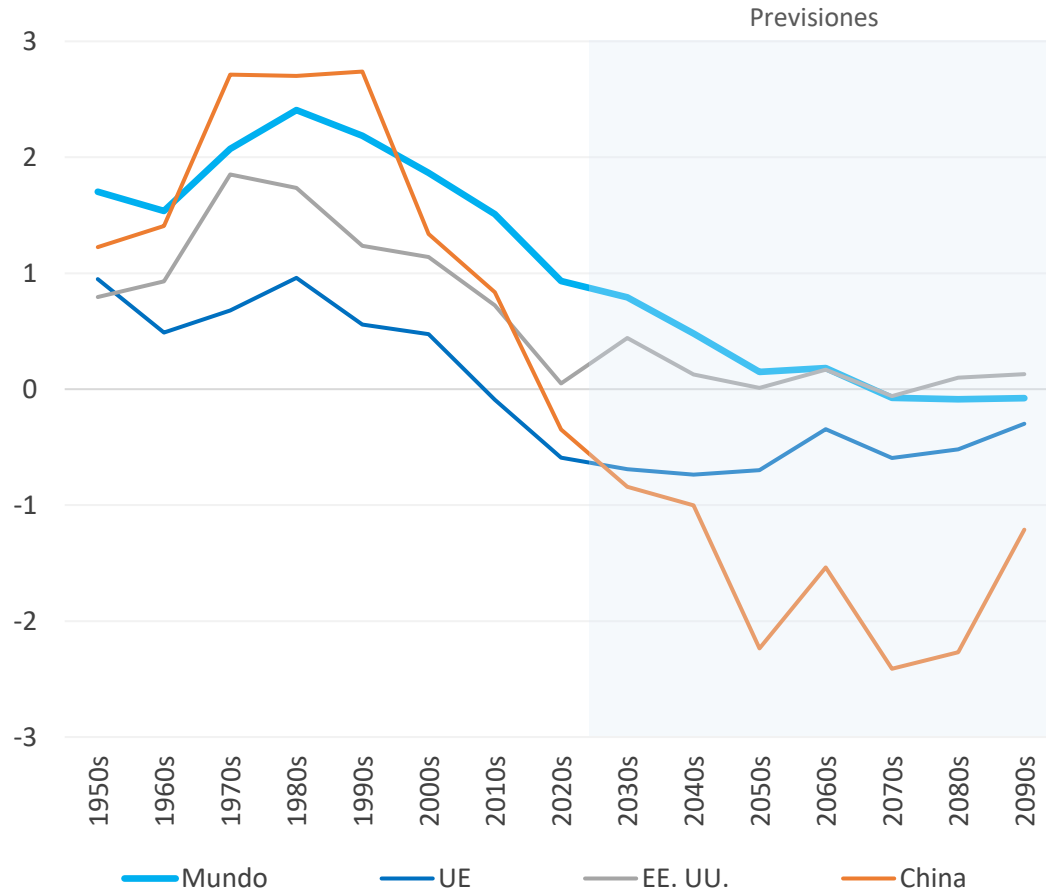


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

El desafío global del crecimiento económico a medio plazo

Población de 25 a 64 años

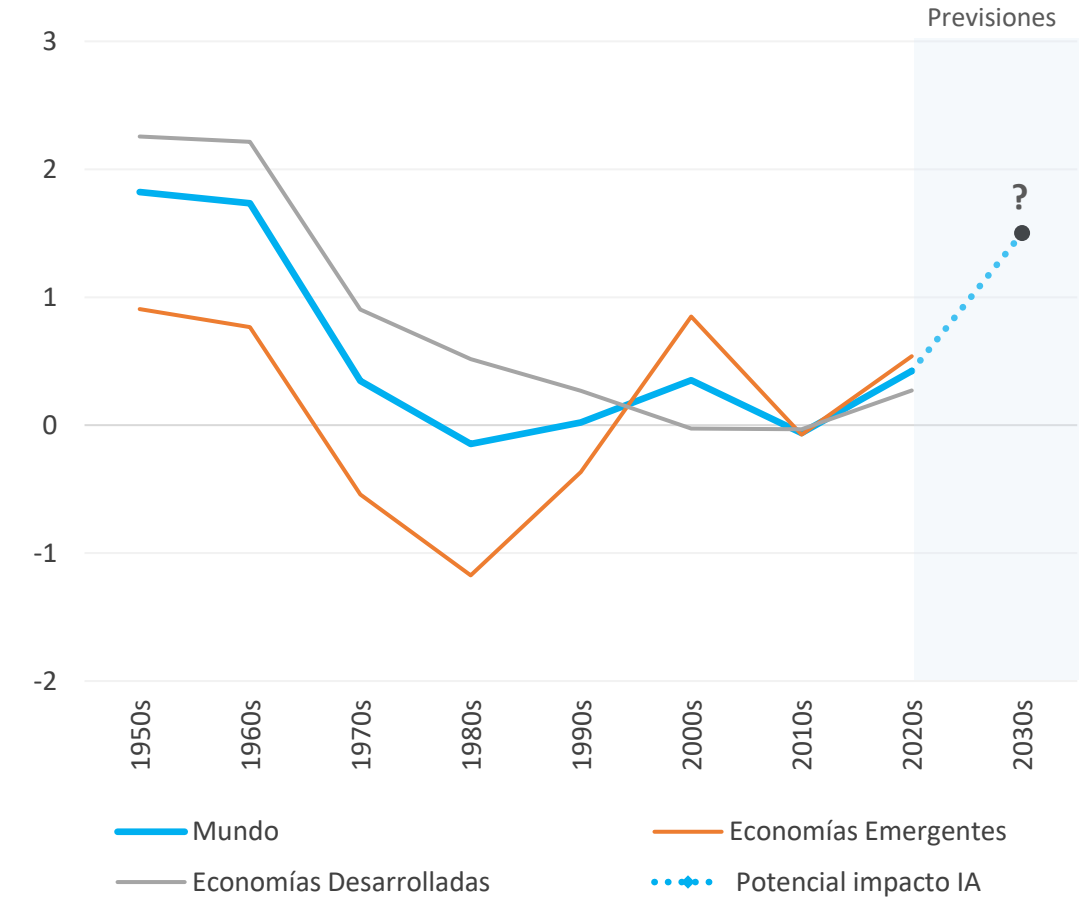
Variación promedio anual en porcentaje



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Naciones Unidas.

Productividad Total de los Factores (PTF)

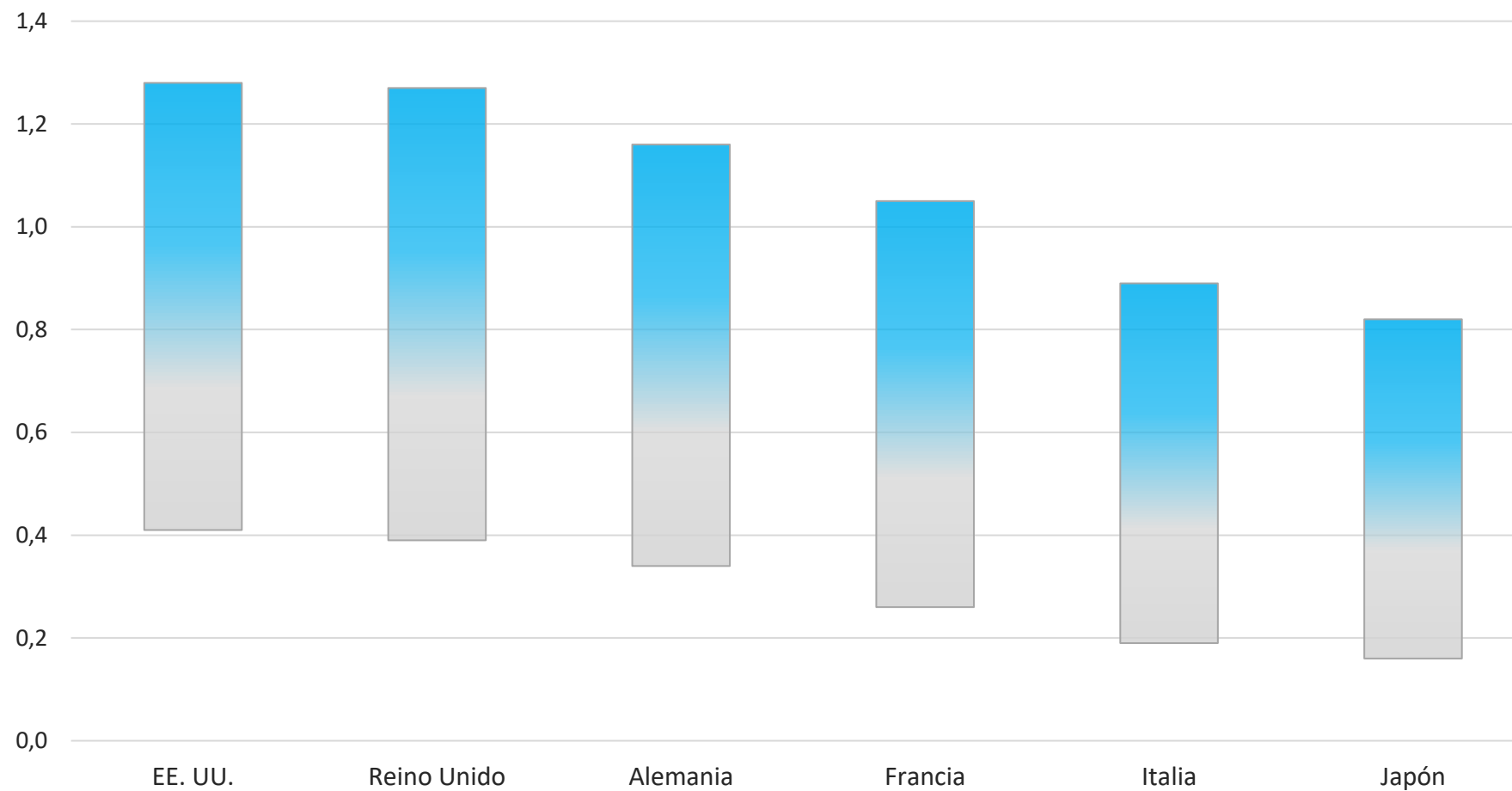
Variación promedio anual en porcentaje



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de The Conference Board, Baily et al. (2023) y Goldman Sachs (2023).

Aumentos estimados de la productividad por la IA

(p p.)



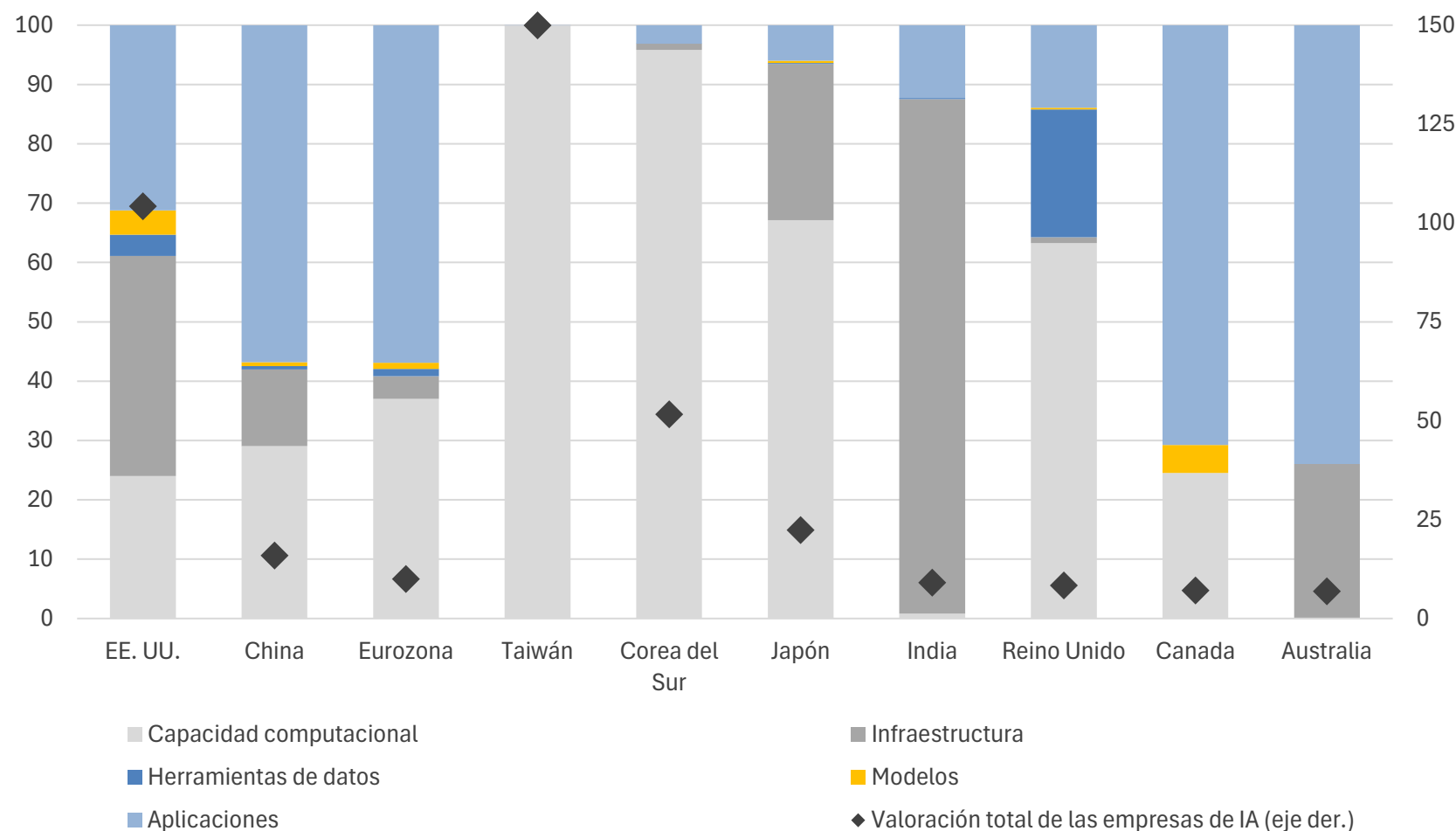
Notas: Aumento anual promedio en los próximos 10 años. El rango captura diferencias en la velocidad de adopción de la tecnología y diferencias en la estructura sectorial de cada país.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de los datos de la OCDE.

Estructura de la cadena de valor de la IA por país

(% de la valoración total)

(% del PIB)

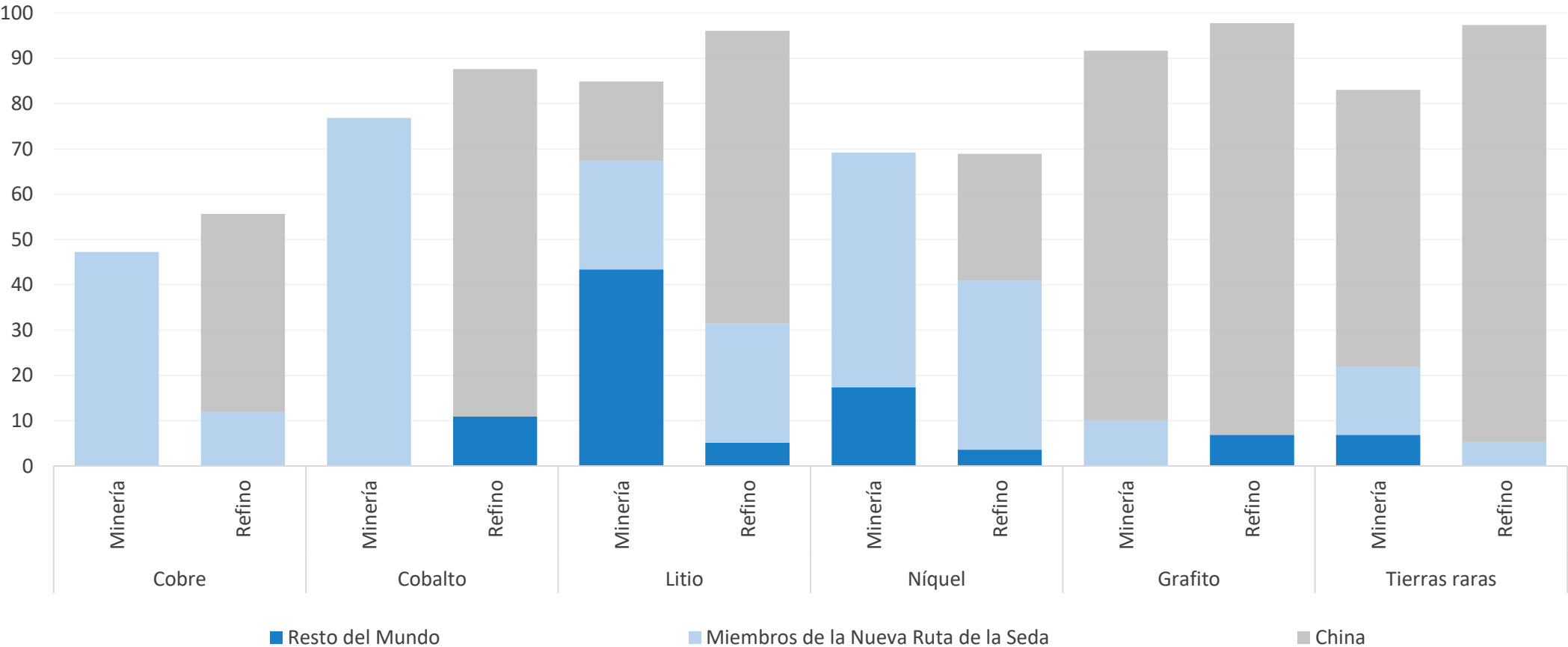


Nota: En el caso de Taiwán, la valoración total de las empresas de IA (en % del PIB) es de 207,2%.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BIS (Rishabh, K, y Shreeti, V. (2026) "The geography of AI firms", BIS Working Papers 1343).

Principales productores de minerales críticos

Cuota de mercado de los tres mayores productores en porcentaje (2023)



Nota: Los miembros de la Nueva Ruta de la Seda representados incluyen Chile, Indonesia, RD Congo, Rusia, Madagascar, Malasia, Mozambique, Birmania y Perú.

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



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



Newsletter



CaixaBank



Pódcast