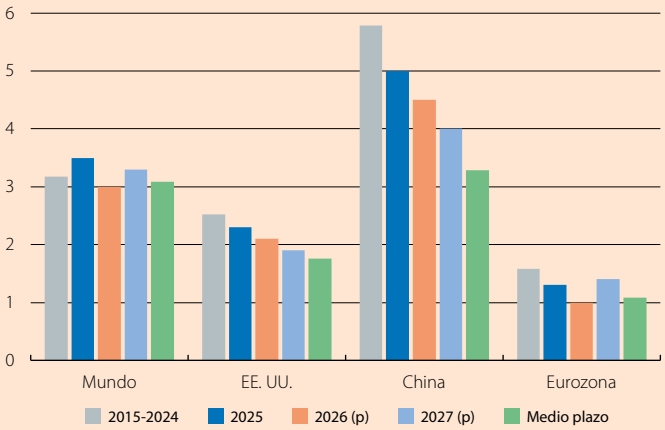
Perspectivas económicas internacionales: ¿cuánta más resiliencia en 2027?

En los últimos años, la economía mundial ha encajado mejor de lo esperado una sucesión de *shocks*, desde la invasión rusa de Ucrania y el giro arancelario de EE. UU. hasta las disrupciones del tráfico energético en el estrecho de Ormuz. Esta resiliencia se ha apoyado en la fortaleza inicial de los balances privados y del empleo, la estabilidad financiera y la capacidad de adaptación de empresas, cadenas de suministro y mercados energéticos.[1] Sin embargo, el año próximo volverá a ponerse a prueba, en un contexto en el que las políticas económicas dispondrán de un menor margen de respuesta, mientras que fuerzas estructurales como el envejecimiento demográfico y el cambio climático seguirán desplegando sus efectos.

Previsiones de crecimiento del PIB
(%)



Notas: *(p) Previsiones propias para 2026 y 2027 elaboradas en septiembre de 2026. Las previsiones a medio plazo corresponden a 2031 y proceden del* WEO *del FMI de octubre de 2026.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.*

En un entorno geopolítico fragmentado e incierto, esperamos que la economía global continúe marcada por la coexistencia de dos fuerzas contrapuestas: el lastre del *shock* energético y el impulso del ciclo tecnológico. La evolución del conflicto en Oriente Próximo y la capacidad de la inteligencia artificial (IA) para generar retornos empresariales, extender su adopción y elevar la productividad determinarán el balance entre ambas, con efectos distintos sobre el crecimiento, la inflación y las políticas monetarias. A este escenario se suman desequilibrios distintos en las principales geografías: una demanda interna dinámica y elevados déficits fiscal y exterior en EE. UU., un ahorro que no se transforma suficientemente en inversión en la UE y una sobreinversión frente a la debilidad del consumo en China.[2]

En nuestro escenario central, la progresiva normalización del *shock* energético, pese a los riesgos al alza sobre los precios dadas las cotizaciones recientes de los futuros, y la continuidad del impulso tecnológico permitirán que el crecimiento mundial pase del 3,0% en 2026 al 3,3% en 2027. Este ritmo se situaría cerca del observado durante la última década y del previsto a medio plazo (véase el primer gráfico). El comportamiento será desigual entre geografías: EE. UU. moderará ligeramente su dinamismo, con un avance del 1,9% en 2027, frente al 2,1% de 2026; la eurozona recuperará algo de tracción, desde el 1,0% hasta el 1,4%; y China prolongará su desaceleración, desde el 4,5% hasta el 4,0%. La mayor expansión de otras economías emergentes compensará parcialmente la pérdida gradual de impulso de estos tres grandes bloques.

Con poco espacio fiscal, la composición del estímulo será decisiva

La persistencia de la inflación, especialmente si se prolonga la perturbación energética, limita el margen para la relajación monetaria, mientras que la reducción del espacio fiscal restringe también la capacidad de respuesta.[3] El dilema no será tanto estimular o consolidar como decidir dónde concentrar unos recursos escasos sin agravar las presiones inflacionistas. Ante nuevas perturbaciones, las ayudas deberán ser temporales, de modo que protejan a los hogares vulnerables sin neutralizar las señales de precios ni comprometer los márgenes restantes.[4]

EE. UU. mantiene los déficits fiscal y exterior elevados, compatibles con un notable dinamismo de la demanda interna, pero que presionan al alza los tipos de interés a largo plazo y agravan las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública. Según el FMI, la orientación fiscal será algo restrictiva en 2027, al prolongarse la mejora gradual del saldo primario estructural iniciada en 2026, aunque sin constituir una consolidación sustancial (véase el segundo gráfico). La *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA), aprobada en 2025, seguirá sosteniendo la actividad y las cuentas públicas permanecerán claramente deficitarias.[5] La nueva mayoría demócrata en ambas cámaras podrá intentar revisar algunos recortes de gasto o impedir la prórroga de las medidas tributarias de carácter

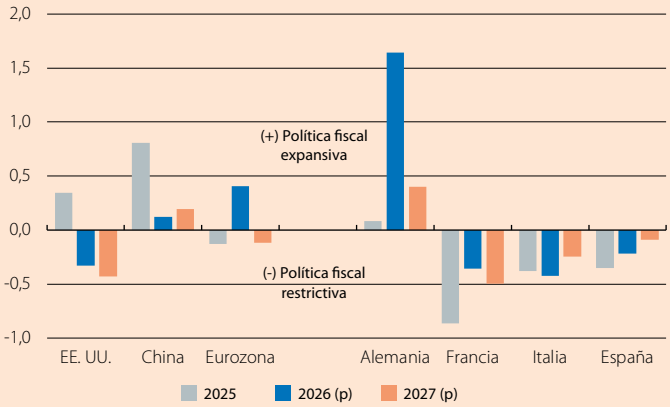
1. BIS (2026). «From Resilience to Robustness?».
2. FMI (2026). «World Economic Outlook: Resilience Under Strain, Urgent Choices».
3. Para más detalle, véase el artículo «2027: Perspectivas monetarias e implicaciones fiscales», en el Dossier de este mismo *Informe Mensual*.
4. FMI (2026). «Fiscal Monitor: Taxing Better to Boost Growth».
5. FMI (2026). «United States: 2026 Article IV Consultation».

temporal, equivalentes en conjunto a alrededor del 0,5%-0,7% del PIB anual.[6,7] Sin embargo, el veto presidencial y la ausencia de mayorías cualificadas hacen improbable un cambio sustancial en la trayectoria fiscal sin acuerdos bipartidistas.

En la UE, el final del despliegue de los fondos europeos del NGEU coincide con crecientes necesidades para cerrar brechas estratégicas. La orientación fiscal agregada se aproximaría a la neutralidad en 2027, aunque con mayor margen expansivo en Alemania y restricciones más severas en Italia y, especialmente, en Francia, junto con una creciente presión para recomponer el gasto hacia áreas estratégicas como la defensa y las infraestructuras.[8] La ejecución de la agenda de competitividad dependerá del ciclo político y de la negociación del presupuesto europeo para 2028-2034, que deberá conciliar las nuevas prioridades con la posición de los países frugales y el mantenimiento de las políticas de cohesión.[9]

Orientación de la política fiscal

(p. p. del PIB potencial)



Notas: *(p) Previsiones. La orientación de la política fiscal se aproxima mediante la variación del saldo primario ajustado por el ciclo respecto al año anterior con el signo invertido.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.*

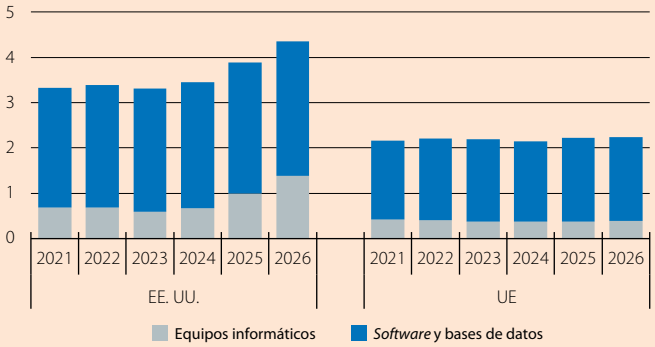
China puede volver a estimular su economía, pero otra expansión de la inversión en infraestructuras y manufacturas agravaría la deuda de los gobiernos locales y los excesos de capacidad, mientras que reactivar indiscriminadamente el sector inmobiliario retrasaría su ajuste. El apoyo fiscal debería reforzar la protección social, apoyar la entrega de las viviendas inacabadas que se vendieron sobre plano y reducir la incertidumbre de los hogares para impulsar el consumo y disminuir la dependencia de las exportaciones.[10]

El momento de la verdad para la IA

El fuerte aumento de la inversión en capital digital ha dado soporte al ciclo, especialmente en EE. UU., con la IA como uno de sus principales impulsores recientes (véase el tercer gráfico), pero en 2027 deberá demostrar que puede extender su impacto más allá de la infraestructura tecnológica, traducirse en una adopción más amplia por el tejido productivo y generar retornos empresariales que sostengan el esfuerzo inversor. La capacidad para dar este salto será muy desigual: EE. UU. parte con ventaja en computación, modelos, semiconductores, financiación y activos intangibles; China cuenta con escala industrial y rapidez de adopción, pero afronta restricciones de acceso a tecnología avanzada; y la UE continúa rezagada en inversión, escala y comercialización de la innovación.[11]

Inversión en capital digital relacionado con la IA

(% del PIB)



Notas: *Datos en términos nominales. La formación bruta de capital fijo en equipos informáticos, software y bases de datos se utiliza como proxy de la base inversora digital que facilita el desarrollo y la adopción de la IA, aunque incluye también inversión no relacionada con esta tecnología. Los últimos datos de la OCDE corresponden a 2024 para EE. UU. y a 2023 para la UE. Las cifras posteriores se estiman a partir de las cuentas nacionales, con datos anuales hasta 2025 y trimestrales hasta el 2T 2026. No existe una desagregación equivalente y comparable para China.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE, del BEA y de Eurostat.*

En nuestro escenario central, el impulso de la IA seguirá sosteniendo el crecimiento en los próximos años, sobre todo en EE. UU., aunque su intensidad dependerá cada vez más de que la inversión se traduzca en ganancias efectivas de productividad. Su generalización requerirá difusión sectorial, capital humano, datos y reorganización empresarial. Una transmisión más rápida al conjunto de la economía reforzaría el crecimiento potencial; en cambio, unos resultados inferiores a los esperados podrían frenar la inversión y provocar una corrección de las valoraciones de mercado, con efectos sobre las condiciones financieras y la demanda agregada.[12]

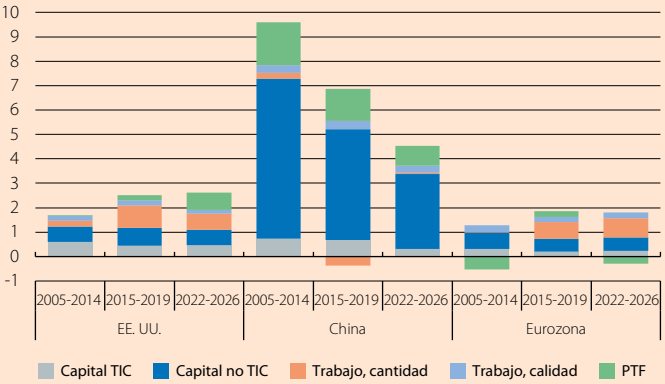
6. Véanse la Nota Breve «Contundente victoria demócrata en las *midterms*, bloqueo a la vista» y el Focus «¿Son relevantes las *midterms* para Trump? ¿Y para EE. UU.?», en el IM10/2026.
7. Estimación a partir de Congressional Budget Office (2025). «Estimated Budgetary Effects of Public Law 119-21 [OBBBA]».
8. Comisión Europea (2026). «An Assessment of the Euro Area Fiscal Stance in 2026 and 2027 amid an Energy Supply Shock».
9. Véase el Focus «El próximo presupuesto toma el relevo del NGEU en el Semestre Europeo», en el IM07/2026.
10. García-Macía, D., Jain-Chandra, S., Kothari, S. y Xu, Y. (2026). «How China's Economy Can Pivot to Consumption-led Growth».
11. Véase el Dossier «Presente y futuros de la nueva economIA», en el IM05/2026.
12. Barhoumi, K. *et al.* (2026), «Global Economic and Financial Implications of Artificial Intelligence: Lessons from a Scenario-Planning Exercise» y FMI (2026), «Global Financial Stability Report: Resilience, Risk, and Transformation».

Desequilibrios que limitan el crecimiento

Los tres grandes bloques parten de desequilibrios diferentes. EE. UU. combina una demanda interna dinámica, déficits fiscal y exterior elevados y una oferta laboral menos expansiva por las restricciones migratorias.[13] La UE genera abundante ahorro, pero transforma insuficientemente esos recursos en inversión, innovación y empresas de escala.[14] China mantiene niveles muy elevados de inversión y capacidad productiva, pero consume poco y continúa destinando capital a sectores con rendimientos decrecientes o exceso de capacidad, mientras que la crisis inmobiliaria y la debilidad de la confianza frenan la demanda.[15]

Descomposición del crecimiento del PIB

(p. p.)



Notas: *Promedio de las contribuciones anuales en cada periodo. Las contribuciones de cada componente son estimaciones hasta 2025 y, para 2026, previsiones. Se excluye el periodo 2020-2021 por las distorsiones derivadas de la COVID-19. TIC = tecnologías de la información y de las comunicaciones. PTF = productividad total de los factores.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de The Conference Board.*

Sobre este punto de partida, la contribución del trabajo, el capital y la productividad al crecimiento difiere notablemente entre bloques (véase el cuarto gráfico). En el periodo reciente, EE. UU. presenta una composición más favorable y equilibrada del crecimiento, con una recuperación de la productividad total de los factores (PTF) y una mayor aportación del capital tecnológico respecto a los años previos a la pandemia. China continúa dependiendo en gran medida de la acumulación de capital, aunque tanto su contribución como la de la PTF siguen una trayectoria descendente. En la eurozona, en cambio, su moderado crecimiento se explica por una aportación de la PTF que continúa siendo muy reducida o incluso negativa en los últimos años. De cara al futuro, el envejecimiento y la baja participación de algunos colectivos restringirán la oferta de trabajo,[16] en cambio el capital deberá orientarse hacia usos más productivos. Las ganancias adicionales y sostenidas de productividad dependerán especialmente de que la adopción de la IA alcance al conjunto del tejido productivo, vaya acompañada de cambios organizativos y facilite una asignación más eficiente de los recursos.

De resistir a crecer mejor

La resiliencia seguirá siendo necesaria, pero ya no bastará para sostener el crecimiento. Si el *shock* energético remite, la economía mundial podrá mostrar un mayor dinamismo en 2027, pero ello no implicará necesariamente una mejora del crecimiento subyacente. La clave será convertir este rebote en una expansión más sólida sin agotar los amortiguadores disponibles ni reproducir los desequilibrios anteriores. Para lograrlo, habrá que elevar la participación laboral y aprovechar la contribución de la inmigración frente al envejecimiento, transformar el ahorro en inversión productiva y conseguir que el ciclo tecnológico genere ganancias de productividad. Estas transformaciones, junto con la adaptación al cambio climático, que ya afecta a la capacidad productiva,[17] competirán con otras prioridades estratégicas por unos recursos limitados.

El entorno político, financiero y geopolítico añade riesgos. Unas expectativas incumplidas sobre la IA, el aumento de los rendimientos soberanos o las vulnerabilidades en la intermediación financiera no bancaria podrían endurecer las condiciones financieras. A ello se suma el escenario de veto mutuo entre la Administración Trump y el Congreso demócrata durante los dos próximos años, así como el ciclo político y presupuestario europeo, marcado por las tensiones en Francia. En el plano internacional, la frágil tregua entre EE. UU. y China no elimina los riesgos en torno a Taiwán, mientras que la guerra en Ucrania y las amenazas híbridas de Rusia mantienen la presión sobre Europa. La fragmentación puede reducir dependencias estratégicas, pero también elevar costes, duplicar capacidades y frenar la difusión tecnológica.[18]

En definitiva, en 2027 la economía mundial tendrá que demostrar que mantiene la capacidad de resistencia de los últimos años, pero también que puede empezar a crecer mejor, sobre bases más equilibradas y sostenibles.

David Martínez Turégano

13. Véase el Focus «Políticas migratorias Trump 2.0: ¿el fin del *American Dream*?», en el IM10/2026.
14. Véase el Focus «¿Cuánto ha avanzado la UE con la Brújula de la Competitividad?», en el IM04/2026.
15. OCDE (2026). «OECD Economic Outlook: Under Pressure».
16. Véase el artículo «Efectos del envejecimiento sobre el crecimiento y palancas para su mitigación», en el Dossier del IM09/2025 y el Focus «¿Qué podemos esperar de la tasa de participación laboral en EE. UU. y la UE?», en este mismo *Informe Mensual*.
17. IPCC (2023). «Climate Change 2023: Synthesis Report» y Lane, P. R. (2026), «Climate Change and Monetary Policy».
18. Aiyar, S. *et al.* (2023). «Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism».

2027: perspectivas monetarias e implicaciones fiscales

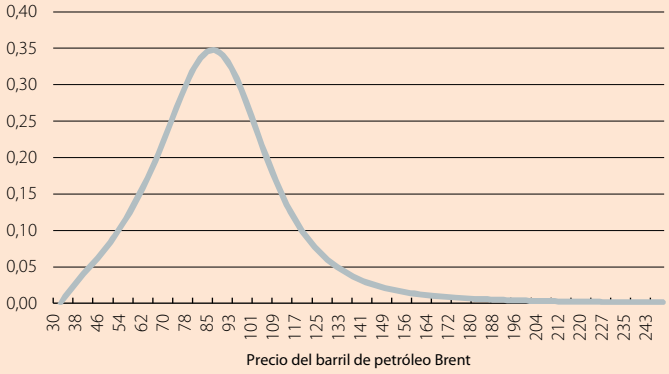
Encaramos el año 2027 con la perspectiva de unos tipos de interés más altos, reflejo del nuevo panorama de inflación y del conflicto en Oriente Próximo. En los últimos meses, Europa y EE. UU. han visto inflaciones cercanas al 4%, empujadas por un encarecimiento de un 20% en la energía que pagan los consumidores, y el BCE y la Fed han empezado a subir sus tipos de interés para enfriar la demanda y mitigar las presiones de precios.

Unas condiciones financieras controladamente más restrictivas

La perspectiva es que los bancos centrales sigan endureciendo la política monetaria en los próximos trimestres, pero que lo hagan de manera controlada: prevemos que los tipos del BCE alcanzarán un pico del 3,00% y los de la Fed llegarán al intervalo del 4,00%-4,25%, lo que dejaría a 2027 con tipos de interés unos 100 p. b. más altos de lo esperado antes de la guerra. Que el endurecimiento sea controlado responde a distintos factores. Por encima de todo, el escenario cuelga de la geopolítica y, por tanto, puede cambiar de manera rápida y multidireccional, lo que exige agilidad y prudencia a los bancos centrales (considerando los rezagos con los que se transmite la política monetaria). Además, poco pueden hacer el BCE y la Fed para aplacar la inflación energética que viene directamente del *shock* de Oriente Próximo. Su misión es evitar que el encarecimiento energético se filtre al resto de los precios de la economía (los llamados efectos indirectos) y que la inflación se propague. Una demanda agregada que crece a ritmos moderados (y condiciona la capacidad de trasladar incrementos de costes a precios finales) y unas expectativas de inflación que están ancladas en los objetivos del 2% favorecen que el endurecimiento monetario siga siendo comedido. Y, si en 2027 se confirma la contención de los efectos indirectos que observamos por ahora, incluso se abre la puerta a las primeras bajadas de tipos por parte del BCE y la Fed.[1]

Petróleo Brent: distribución del precio promedio de 2027

Probabilidad implícita según cotizaciones de octubre de 2026 (%)



Nota: *Distribución implícita en los precios de opciones* (calls) *sobre el barril de petróleo Brent cotizados en el promedio de octubre de 2026. El gráfico muestra el promedio de las distribuciones implícitas para futuros del Brent a marzo, junio, septiembre y diciembre de 2027.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Sin embargo, el intento fallido de resolver el conflicto entre EE. UU. e Irán el pasado verano deja una disrupción energética más larga e incierta, lo que acentúa el riesgo de propagación al resto de precios y de que la inflación gane inercia. Nuestro cuadro de previsiones, elaborado en septiembre, se anclaba en unos precios del petróleo Brent y el gas TTF cotizados para 2027 en los mercados de unos 80 dólares/barril y 45 euros/MWh. En octubre, los futuros ya apuntaban a un petróleo Brent algo superior a los 90 dólares y a un gas cercano a los 70 euros en el conjunto de 2027 (aunque con cierta distensión a lo largo del año, desde los 105 dólares y los 80 euros en enero a los 85 dólares y los 60 euros al cierre). Además, los propios mercados cotizan mucha incertidumbre, como refleja la distribución de precios del Brent del primer gráfico, basada en el mercado de opciones.

¿Y si se activan los efectos indirectos de la inflación?

Aunque no hay que descartar una distensión rápida (en verano los precios energéticos mostraron su capacidad de relajación si se encauza el conflicto militar), es más preocupante el riesgo de unas disrupciones duraderas. Por ello, nos centraremos en Europa para valorar la posibilidad de unos precios energéticos elevados durante más tiempo y la potencial activación de efectos indirectos sobre el resto de la inflación.

El punto de partida del ejercicio es el riesgo cotizado por los propios mercados financieros en octubre. En concreto, a partir de los mercados de derivados (opciones *call*) sobre los futuros del petróleo Brent y el gas TTF, extraemos una distribución de posibles precios (como la del primer gráfico) y analizamos dos sendas alternativas para 2027: en el percentil 75 (p75, la senda que delimita el 25% de precios más elevados), los mercados apuntan a un Brent de 105 dólares y un TTF de casi 80 euros en el promedio de 2027; en el percentil 95 (p95, *top* 5% de precios), serían unos 135 dólares y 135 euros. Esto se podría traducir en un crecimiento del IPC energético de la eurozona de entre el 10% (p75) y el 20% (p95) anual en 2027.[2]

Además del impacto directo sobre la inflación total, que en estas sendas alternativas sería de entre 1 p. p. y 2 p. p., evaluamos su potencial de propagación sobre el resto de precios a partir de la intensidad energética de los distintos productos del IPC.[3] El segundo gráfico resume todo

1. Entre la primavera y el verano, la inflación debería bajar con un efecto escalón fuerte (por efectos base de la energía, dado que el denominador de la inflación interanual ya incorporará los primeros meses del conflicto).
2. Según sugieren las regresiones del precio del petróleo Brent sobre el IPC de carburantes y del gas TTF sobre el IPC de electricidad.
3. Reproducimos la metodología con la que Fagandini *et al.* (2024), «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Boletín Económico del BCE 3/2024, calculan un IPCA «sensible a la energía». A partir de las tablas *input-output*, se obtiene la intensidad energética de cada sector, como el peso de los consumos intermedios energéticos sobre la producción total. Tras asignar la intensidad energética de los sectores entre las subpartidas del IPC, trasladamos el encarecimiento de la energía según la ratio entre la intensidad energética de cada componente y la de las partidas puramente energéticas.

el ejercicio con un abanico de posibles tasas de inflación según la intensidad del *shock* energético y su grado de propagación.

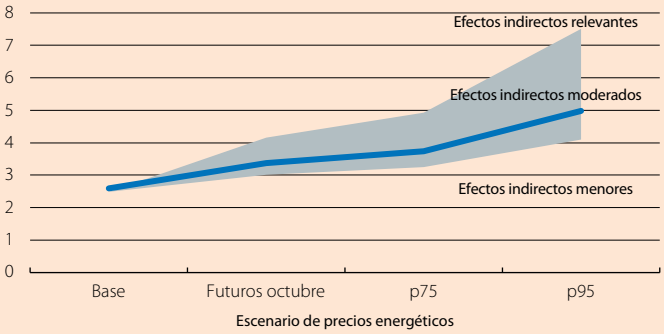
Respecto a nuestro escenario base, anclado en unos futuros energéticos de principios de septiembre, con efectos indirectos modestos y que da una inflación de la eurozona del 2,6% en 2027, la incorporación de los últimos datos y los futuros de gas y petróleo de octubre podría aupar la inflación al rango del 3,0%-4,0%, mientras que en el percentil 75 aumentaría hasta el 3,0%-5,0%, y en escenarios más extremos y de propagación elevada, el ejercicio sugiere un abanico que podría abrirse hasta el 7%.[4]

Sendas monetarias y consecuencias fiscales

El ejercicio anterior ilustra el riesgo de un mayor endurecimiento monetario si la disrupción energética persiste. Aunque la tormenta perfecta tras el *shock* energético de 2022 puede dar alguna pista sobre el techo del BCE y la Fed,[5] el endurecimiento no tiene por qué vehicularse solo con mayores tipos de interés: los bancos centrales también pueden prolongar el tiempo durante el que mantienen los tipos en terreno restrictivo. Es decir, frente al escenario base en el que la transitoriedad del *shock* (por distensión de los precios energéticos o efectos indirectos menores) abriría la puerta a los primeros recortes de tipos a finales de 2027, la persistencia del conflicto EE. UU.-Irán y la disrupción de los flujos de energía amenaza con un periodo más largo de tipos de interés restrictivos.

Eurozona: inflación general en 2027

(%)



Notas: *El rango enmarca escenarios proyectados según distintos grados de efectos indirectos del* shock *energético. El abanico va desde efectos menores (prácticamente toda la desviación respecto al escenario base se debe al* shock *energético directo) hasta efectos relevantes (la mayor inflación energética se traslada a los precios de bienes, servicios y alimentos en proporción a la intensidad energética del producto). En los efectos «moderados» (línea sólida), se mitiga la propagación a un 40% de la intensidad energética. La intensidad energética se mide a partir de consumos intermedios de los sectores económicos según tablas* input-output.
Fuente: *CaixaBank Research, simulaciones propias a partir de datos de Eurostat y de Bloomberg.*

Hasta aquí, el *shock* energético parece principalmente una historia de inflación y política monetaria. Pero mantener los tipos elevados durante más tiempo tiene una segunda consecuencia: encarece gradualmente la financiación de la deuda pública, lo que preocupa especialmente en economías con desequilibrios fiscales como Francia o EE. UU. El impacto de unos mayores tipos de interés sobre sus dinámicas de deuda a corto plazo es pequeño, gracias a unos vencimientos medios elevados (unos 8 y 6 años, respectivamente). La evolución de la deuda pública depende del déficit de cada país, cuánto paga por financiarse y a qué ritmo crece su economía. Esto nos permite proyectar las dinámicas de deuda y descomponer su evolución. Como muestra la tabla final, el principal factor que explica el aumento de la ratio de deuda pública en economías como EE. UU. y Francia son unos déficits públicos primarios sostenidamente elevados, que apuntan a un deterioro de unas ratios de deuda ya elevadas. Al otro lado, la tradicional periferia europea sigue con visos de ir corrigiendo la deuda si mantiene la senda fiscal y cumple con el crecimiento económico previsto. Una recuperación de espacio fiscal importante, dada la mayor frecuencia con la que en los últimos años se suceden los *shocks* y disrupciones de oferta.

Cuentas públicas

(% del PIB)	Deuda estimada 2026	Deuda: variación a 5 años *				Saldo primario	
		Total	Contribución saldo primario	Contribución *i-g*	Var. 5 años (+100 p. b. *forwards*)**	Estimado 2026	Estabiliza deuda al nivel de 2026***
EE. UU.	126,8	19,8	18,5	1,4	21,4	–4,9	0,9
Japón	199,4	–7,3	8,9	–16,3	–6,0	–1,2	–2,6
Reino Unido	102,0	–2,6	–4,2	1,6	–2,1	–1,1	0,6
Alemania	64,6	11,6	14,6	–3,1	12,2	–3,4	–0,3
Francia	118,5	5,4	6,6	–1,2	6,4	–2,9	0,3
Italia	137,9	-2,4	–8,5	6,1	–1,1	1,0	1,7
España	97,6	-8,3	–0,7	–7,6	–7,4	–0,2	–1,1
Países Bajos	45,4	2,9	6,5	–3,6	3,2	–2,0	–0,5
Bélgica	109,8	12,0	14,5	–2,5	12,8	–3,2	–0,1
Irlanda	33,5	–12,0	–8,2	–3,8	–11,8	1,7	–0,7
Austria	82,4	5,8	9,3	–3,5	6,5	–2,7	-0,3
Portugal	85,1	–13,1	–6,7	–6,4	–12,5	1,9	–1,0
Finlandia	90,6	11,2	16,0	–4,8	12,1	–3,5	–0,7
Grecia	136,0	–21,2	–12,1	–9,1	–20,3	3,4	–1,3

Notas: ** Evolución mecánica según la ecuación básica de la dinámica de la deuda. Previsiones del FMI (WEO, octubre de 2026) para la deuda 2026, el saldo fiscal primario y el crecimiento del PIB nominal.* Forwards *de mercado de mediados de octubre de 2026 para los tipos de interés. ** Variación de la deuda entre 2026 y 2031 si el tipo* forward *fuera sostenidamente 100 p. b. superior a lo cotizado. ***En un horizonte de 10 años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI y de Bloomberg.*

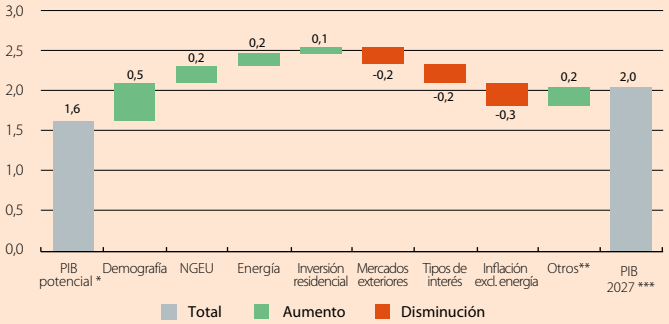
4. El escenario «efectos indirectos relevantes» asume una propagación fuerte: una inflación energética del 20% acerca la inflación núcleo al 5%. Como referencia, tras una inflación energética del 37% en 2022, la inflación núcleo de la eurozona se acercó al 6% durante buena parte de 2023. En el escenario «efectos indirectos moderados», mitigamos la transmisión al 40% de la intensidad energética y esto da una traslación energía-núcleo parecida a la de 2022. El crecimiento moderado de la demanda y el anclaje de las expectativas de inflación apoyan una propagación más moderada. En cambio, el recuerdo de la crisis inflacionista de 2022 puede condicionar el comportamiento y propiciar efectos indirectos más relevantes.
5. El BCE llegó al 4,00% y la Fed, al 5,25%-5,50%, en una coyuntura con un *shock* energético más severo, una reactivación pospandémica de la demanda más rápida que la de la oferta y unas políticas económicas inicialmente muy acomodaticias.

España ante 2027: una economía sólida en un entorno más exigente

Balance positivo de 2026

La economía española ha sorteado con solidez un 2026 marcado por el conflicto en Oriente Próximo y el repunte inflacionista. Prevemos que el PIB crezca un 2,6%, frente al 1,0% de la eurozona, apoyado en unos fundamentos robustos: el buen comportamiento del mercado laboral, la elevada tasa de ahorro de los hogares, el reducido endeudamiento privado, la baja exposición comercial directa a Oriente Próximo y el elevado despliegue de renovables, que ha amortiguado el encarecimiento de la electricidad. El crecimiento demográfico y del empleo ha sostenido la renta y el consumo, mientras que la inversión se ha beneficiado de los fondos NGEU, la confianza empresarial y las bajadas de tipos de 2025. En conjunto, 2026 cerrará con un crecimiento vigoroso y sin desequilibrios relevantes.

PIB 2027: desglose del crecimiento
(p. p.)



Notas: *Se trata de un ejercicio ilustrativo de las desviaciones del crecimiento respecto a su ritmo potencial. Las contribuciones no recogen el efecto total de cada componente, sino su aportación adicional respecto a la ya incorporada, explícita o implícitamente, en el crecimiento potencial. Las estimaciones de los distintos canales no incorporan las posibles interacciones entre estos, por lo que el ejercicio no puede interpretarse como una descomposición en* shocks *totalmente independientes. * PIB potencial corregido por el impacto del fuerte crecimiento demográfico y los fondos NGEU. La contribución del resto de canales representa su aportación adicional respecto a la ya incorporada en el crecimiento potencial. ** La categoría «Otros» agrupa la diferencia entre la cifra estimada de crecimiento y la suma de los canales presentados. La diferencia refleja la decisión, en aras de simplificar la lectura, de omitir canales con aportaciones cercanas pero no iguales a cero. También refleja el posible solape entre distintos canales mencionado anteriormente. *** Variación anual (%).*

Fuente: *CaixaBank Research.*

Perspectivas para 2027: vientos de cola y vientos de cara

En 2027, prevemos que la economía crezca un 2,0%, una tasa elevada, aunque inferior a la registrada en 2026. La desaceleración de 2027 responde principalmente al impacto rezagado del *shock* energético de 2026. A continuación, detallaremos los motores de crecimiento del PIB y sus principales frenos, tal y como se observa en el gráfico. Partiendo de un crecimiento potencial del 1,6%, distintos vientos de cola y de cara explicarían la desviación respecto a este ritmo.[1] En positivo:

- Demografía: prevemos que la población crezca algo menos del 1% en 2027, impulsada por los flujos migratorios, muy por encima del ritmo anterior a la pandemia. Teniendo en cuenta la incorporación de esta población al mercado laboral, estimamos que el crecimiento demográfico podría aportar 0,5 p. p. al avance del PIB.[2]
- Fondos NGEU: pese a la finalización formal del Plan de Recuperación en 2026, no esperamos un «efecto acantilado», ya que numerosos proyectos e instrumentos financieros continuarán desplegándose durante varios ejercicios. Estimamos una aportación de 0,2 p. p. al crecimiento, frente a los 0,4 p. p. de 2026.
- Alivio energético: el escenario contempla que el precio medio del petróleo y del gas descienda en 2027 con respecto al año anterior.[3] Esta moderación reduciría costes para empresas y hogares y podría aportar 0,2 p. p. al crecimiento. No obstante, el aumento de la tensión experimentada recientemente en los mercados energéticos introduce riesgos a la baja, por lo que más adelante exploraremos en este mismo artículo el impacto de escenarios alternativos.
- La inversión residencial mantendrá su ciclo expansivo: la fortaleza de la demanda y el aumento gradual de la oferta prolongarán el ciclo expansivo de la construcción. Prevemos que los visados de obra nueva vuelvan a crecer cerca de un 10% en 2027. Las viviendas iniciadas en 2026 seguirán generando actividad en 2027, ya que la construcción de una vivienda se prolonga más de un año, y además a ello se le suma la mayor demanda de bienes duraderos ligada al hogar. La inversión residencial podría aportar 0,1 p. p. adicionales al crecimiento.

No todos los factores empujan al alza. También identificamos vientos en contra:

- La debilidad del entorno internacional seguirá limitando las exportaciones: el giro proteccionista de EE. UU., el conflicto en Oriente Próximo y el impacto del *shock* inflacionista sobre nuestros socios comerciales harán que los principales mercados de

1. Se calcula el PIB potencial a través de la metodología de la función de producción. Para un mayor detalle, véase el Focus «El crecimiento potencial del PIB de España a medio plazo», en el IM04/2024. Para depurar el efecto del fuerte crecimiento demográfico de los últimos años y el impacto de los fondos NGEU en el cálculo del PIB potencial, hemos supuesto que la demografía ha crecido, desde 2022, según el promedio de 2017-2019 (un 0,3% anual) y, además, hemos reducido la inversión anual por la cuantía estimada proveniente de los fondos NGEU. Asimismo, el crecimiento potencial es coherente con unos tipos de interés y precios de la energía que se mantienen en el promedio de 2026.
2. Los supuestos principales son que la tasa de empleo (población empleada sobre población total) se mantiene invariada y que hay una brecha de productividad entre la población extranjera y la nacional en consonancia con lo estimado por el Banco de España (véase Cuadrado, P. y Regil, A., «Una estimación de la contribución de la población extranjera en España al crecimiento del PIB per cápita en el período 2022-2024», Boletín Económico 2025/T2).
3. El escenario contempla un precio medio del petróleo de 78,5 dólares por barril en 2027 y un precio medio del gas de 45 euros/MWh.

exportación crezcan, según nuestras previsiones, cerca de 1 p. p. por debajo del ritmo de crecimiento promedio anual que tuvo lugar entre 2014 y 2024.[4] Este canal restaría 0,2 p. p. al avance del PIB.

- Endurecimiento de las condiciones financieras: ante el repunte de la inflación, y tras las dos subidas ya aplicadas, prevemos que el BCE eleve los tipos en diciembre de 2026 y una vez más en 2027. Como resultado, el euríbor se situaría en 2027 cerca de 90 p. b. por encima de lo previsto antes de la crisis en Irán. Dado que la política monetaria actúa con retraso, el impacto de las subidas de 2026 se concentrará en 2027 y restará alrededor de 0,2 p. p. al crecimiento.
- Efectos indirectos del *shock* energético: el encarecimiento de la energía no solo eleva la factura energética de los hogares, sino que también aumenta los costes de producción de las empresas. A medida que estas trasladan esos mayores costes a los precios de otros bienes y servicios, la inflación se extiende al conjunto de la cesta de consumo. Este proceso es más gradual que el impacto directo sobre la energía, pero reduce la renta real de los hogares y limita su capacidad de gasto. Estimamos que este canal restará 0,3 p. p. al crecimiento de 2027.

Finalmente, hay algunos factores adicionales que también serán importantes en la evolución de la economía española en 2027:

- El ahorro como colchón ante posibles imprevistos: tras descender del 11,9% en 2025 al 10,8% en 2026, según nuestras previsiones, y contribuir así a amortiguar el impacto inicial del repunte inflacionista, prevemos que la tasa de ahorro se mantenga en niveles similares en 2027. Los hogares ajustarían algo más sus decisiones de consumo con el fin de preservar cierto margen financiero ante la posibilidad de nuevas perturbaciones.
- El sector turístico seguirá mostrando dinamismo, aunque moderará su ritmo de crecimiento: el sector en 2026 se ha beneficiado de una redirección de flujos turísticos gracias a la percepción de destino seguro frente a Oriente Próximo. Sin embargo, en 2027 prevemos que crezca de una manera más moderada, debido al deterioro del poder adquisitivo en los principales países emisores, y que converja a su ritmo de crecimiento tendencial.
- Contribución del sector público: conforme a las medidas anunciadas hasta la fecha, estimamos que la orientación fiscal, sin los fondos NGEU, será neutra, aunque ello queda supeditado al resultado de las elecciones generales del 29 de noviembre y las políticas que implemente el Gobierno resultante.

Los principales riesgos: energía, inflación y tipos de interés

Los principales riesgos provienen de una eventual escalada del conflicto en Oriente Próximo, que podría elevar los precios energéticos, intensificar la inflación y provocar una respuesta más restrictiva del BCE. Además, el menor crecimiento de nuestros socios limitaría las exportaciones españolas.

Para aproximar este riesgo, planteamos un escenario adverso con un precio medio del petróleo de 105 dólares por barril y del gas de 80 euros/MWh en 2027.[5] A partir de estos supuestos, y considerando efectos directos e indirectos de la energía sobre los precios, estimamos que la inflación se situaría alrededor de 1,25 p. p. por encima de nuestra previsión.[6] En este escenario, prevemos que el BCE llevaría los tipos de interés de referencia hasta un nivel 50 p. b. superior respecto a nuestro escenario central.

El efecto sobre la actividad dependería, en buena medida, de cómo reaccionaran los hogares. Si suponemos que los hogares son capaces de amortiguar la mitad del impacto reduciendo su tasa de ahorro, el crecimiento del PIB en 2027 sería 0,3 p. p. inferior al previsto.[7] Se trata de un efecto relativamente modesto, inferior al que se estimaría utilizando sensibilidades históricas, pero más acorde a la experiencia de los últimos años.[8] En definitiva, incluso bajo este escenario adverso, la economía española podría mantener un ritmo de crecimiento relativamente notable.

Oriol Carreras Baquer

4. Los mercados de exportación se calculan como el promedio ponderado del crecimiento de las importaciones de los 15 principales mercados de exportación de España. Véase el Focus «¿Cómo afectará a la economía española el comportamiento de sus principales mercados de exportación?», en el IM11/2025, para un mayor detalle acerca del cálculo de la variable de mercados de exportación.
5. Este escenario se corresponde al percentil 75 de la distribución de precios implícita en los mercados de derivados sobre los futuros del petróleo Brent y del gas TTF. Véase el artículo «2027: perspectivas monetarias e implicaciones fiscales», en este mismo Dossier.
6. Nuestras sensibilidades indican que un aumento del 10% del precio del petróleo eleva la inflación en 0,2 p. p., mientras que un incremento equivalente del precio del gas la eleva en 0,04 p. p. Asimismo, estos aumentos del precio de la energía supondrían 0,1 p. p. más de inflación por efectos indirectos. Los efectos indirectos tardan un año en aflorar. Dado que el *shock* se ha producido entre septiembre y octubre de 2026, suponemos que solo la mitad de este impacto se materializará en 2027.
7. Amortiguar la mitad del impacto sobre el consumo requeriría una reducción de la tasa de ahorro de 0,5-0,6 p. p. Los hogares disponen de margen para realizar este ajuste, dado que la tasa de ahorro se mantiene en niveles elevados.
8. Este cálculo debe interpretarse como un ejercicio parcial. No incorpora el menor crecimiento de nuestros socios comerciales ni un posible aumento de la incertidumbre. Tampoco considera la eventual adopción de nuevas medidas fiscales destinadas a amortiguar el impacto sobre los hogares y las empresas.