IM 11

INFORME MENSUAL
NÚMERO 516 | NOVIEMBRE 2026



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
¿Qué ha impulsado el repunte global de los tipos de interés a largo plazo?

ECONOMÍA INTERNACIONAL
¿Qué podemos esperar de la tasa de participación laboral en EE. UU. y la UE?

Migraciones y políticas migratorias: una panorámica global

ECONOMÍA ESPAÑOLA
El envejecimiento de la población activa: un reto para España y para Europa

Los hogares mantienen un ahorro elevado a pesar del shock *inflacionista*

DOSSIER: PERSPECTIVAS 2027

Perspectivas económicas internacionales: ¿cuánta más resiliencia en 2027?

2027: perspectivas monetarias e implicaciones fiscales

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

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Noviembre 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*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

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:
4 de noviembre de 2026

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *¿Qué ha impulsado el repunte global de los tipos de interés a largo plazo?*
David del Val

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *¿Qué podemos esperar de la tasa de participación laboral en EE. UU. y la UE?*
David Martínez Turégano

17 *Migraciones y políticas migratorias: una panorámica global*
Luís Pinheiro de Matos

21 ECONOMÍA ESPAÑOLA

23 *El envejecimiento de la población activa: un reto para España y para Europa*
Sergio Díaz Valverde

25 *Los hogares mantienen un ahorro elevado a pesar del* shock *inflacionista*
Javier Garcia-Arenas

28 ECONOMÍA PORTUGUESA

30 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2027

30 *Perspectivas económicas internacionales: ¿cuánta más resiliencia en 2027?*
David Martínez Turégano

33 *2027: perspectivas monetarias e implicaciones fiscales*

35 *España ante 2027: una economía sólida en un entorno más exigente*
Oriol Carreras Baquer

Los límites, y las bazas, de la resiliencia económica española

La economía española lleva unos cuantos años destacando en positivo, y 2026 no será una excepción. Con el 3T ya cerrado, todo apunta a que el crecimiento volverá a superar el 2,5% este año y se situará, muy probablemente, en el 2,6%. Así, una vez más, el PIB crecerá por encima de lo que se pronosticaba a principios de año (CaixaBank Research preveía un 2,1% y el consenso de economistas, un 2,2%); por encima de la mayoría de las economías desarrolladas (como referencia, para EE. UU. se espera un crecimiento solo ligeramente superior al 2% y, para la eurozona, de alrededor del 1%), y también claramente por encima del promedio histórico de la economía española (desde 1995, el PIB ha crecido un 2,1% anual en promedio).

Este buen comportamiento destaca aún más si se tiene en cuenta el contexto en el que está operando la economía española: un *shock* inflacionista derivado de la guerra en Oriente Próximo, un nuevo aumento de los tipos de interés por parte del BCE y un tensionamiento de las primas de riesgo soberanas en algunos países de referencia.

La resiliencia de la economía española se sustenta en tres pilares: una situación financiera globalmente sólida, el impulso de la demanda interna y el dinamismo de las exportaciones de servicios. Ninguno de estos tres elementos es nuevo, pero sí es destacable que, con el paso de los años, los tres sigan presentes. La deuda privada se mantiene en niveles relativamente bajos, mientras que la deuda pública todavía es elevada. Sin embargo, a diferencia de otras economías avanzadas, el déficit público es contenido, lo que permite que la ratio de deuda pública siga descendiendo gradualmente. La valoración de los inversores internacionales es globalmente positiva: la prima de riesgo española se mantiene entre los 60 y los 65 p. b., mientras que la francesa se sitúa desde hace semanas por encima de los 150 p. b. y la italiana, por encima de los 100 p. b.

El impulso de la demanda interna se apoya, en parte, en la sólida situación financiera del sector privado comentada anteriormente y en dos elementos adicionales: el efecto de los fondos NGEU, cuyo impacto sobre el tejido productivo estimamos que seguirá filtrándose gradualmente a pesar de que el programa ya haya finalizado, y el crecimiento de la población, apoyado en los flujos migratorios. Finalmente, el dinamismo de las exportaciones de servicios descansa en el buen momento que sigue atravesando el sector turístico y, sobre todo, en la competitividad de las exportaciones españolas de servicios no turísticos. Las exportaciones de servicios no turísticos ya representan el 8,5% del PIB, cerca de 2 p. p. por encima de 2019. En comparación, las exportaciones de servicios turísticos han aumentado poco más de 1 p. p. desde entonces, hasta el 5,5% del PIB.

El futuro no está escrito y 2027 podría volver a sorprendernos positivamente. Si la guerra en Oriente Próximo termina pronto, la economía española cuenta con suficientes bazas para que el consumo de los hogares y la inversión empresarial sigan creciendo de forma dinámica. Pero su resiliencia también tiene límites, especialmente si el conflicto se enquista o se intensifica. En ese caso, aumentarían las presiones sobre los precios de la energía, el BCE podría verse forzado a subir más los tipos de interés y las primas de riesgo soberanas podrían volver a tensionarse. A todo ello se suman dos importantes retos de fondo: el creciente déficit de vivienda, que presiona los precios al alza y dificulta el acceso, especialmente entre los colectivos con menor renta, y un crecimiento de la productividad que no levanta cabeza y que es indispensable para que el crecimiento económico sea sostenible a largo plazo. Las bazas con las que cuenta la economía española permiten mirar hacia el futuro con cierto optimismo, aunque su capacidad de resiliencia, como la de cualquier economía, también tiene límites.

Oriol Aspachs
Noviembre 2026

Cronología

OCTUBRE 2026

29 Christine Lagarde anuncia que dejará anticipadamente el BCE el 7 de febrero de 2027.

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.

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.

Agenda

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).

DICIEMBRE 2026

1 Eurozona: avance del IPC (noviembre).
2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
Portugal: producción industrial (octubre).
8-9 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
10 Portugal: comercio internacional (octubre).
17 España: encuesta trimestral de coste laboral (3T).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
Consejo europeo.
23 España: contabilidad nacional trimestral (3T).
España: balanza de pagos y PIIN (3T).
Portugal: desglose del PIB por sectores institucionales (3T).
Portugal: precios de la vivienda (3T).
28 España: créditos, depósitos y morosidad (3T).
30 España: avance del IPC (diciembre).
España: tasa de ahorro de los hogares (3T).
Portugal: ratio de morosidad (3T).
31 Portugal: avance del IPC (diciembre).

Francia en la diana

Durante buena parte de la última década, gobiernos, empresas y familias se acostumbraron a vivir en un mundo de dinero barato. Ese mundo parece haber quedado definitivamente atrás. La confluencia del *shock* energético, el fuerte aumento de las necesidades de financiación del sector privado para abordar la nueva oleada inversora vinculada a la IA y el inicio de un endurecimiento monetario controlado por parte de los bancos centrales han provocado un desplazamiento al alza de toda la curva de tipos de interés. Y, cuando sube el precio del dinero, vuelven a importar cuestiones que durante años quedaron en un segundo plano: la calidad de los proyectos de inversión, la capacidad para generar crecimiento y, sobre todo, la sostenibilidad de las finanzas públicas. En este tránsito, está aumentando la fragilidad de aquellos países que llegan al nuevo escenario con desequilibrios fiscales estructurales y escaso margen de maniobra presupuestario. Al mismo tiempo, unas condiciones financieras más exigentes obligan a los inversores a discriminar con mayor intensidad entre proyectos, empresas y países. Por tanto, los tipos más elevados no solo están modificando el coste del capital, sino también su asignación marginal. Y todo proceso de reasignación genera ganadores y perdedores.

En este último grupo, Francia destaca negativamente. En su caso confluyen tres ingredientes que los vigilantes de los bonos difícilmente pueden ignorar: un crecimiento potencial mediocre, una situación fiscal muy delicada y un contexto sociopolítico complejo. El resultado es significativo: a ojos de los mercados, Francia está dejando de cotizar como uno de los países *core* de la eurozona para situarse en el universo que tradicionalmente denominábamos periférico. La aritmética explica buena parte de esta transformación. Para estabilizar a 10 años vista unos niveles de deuda cercanos al 120% del PIB, Francia necesitaría realizar el ajuste del saldo primario que lleva décadas sin conseguir. Por tanto, no parece que estemos ante un ataque especulativo de los mercados financieros, sino ante una reordenación estructural de la percepción del riesgo dentro de la eurozona. El mercado no está cuestionando la irreversibilidad del euro, como ocurrió entre 2010 y 2012. Está poniendo precio a la diferente capacidad de cada país para desenvolverse en un mundo en el que financiar elevados niveles de deuda vuelve a tener un coste.

Y ahí aparece inevitablemente la pregunta de hasta dónde debería llegar el BCE. En concreto, si en algún momento estaría justificado activar el TPI, el instrumento creado en 2022 para permitir compras de deuda pública cuando un aumento injustificado y desordenado de las primas de riesgo amenace la correcta transmisión de la política monetaria. El TPI nació precisamente como un aviso a navegantes: demostrar que el BCE dispone de herramientas para frenar dinámicas de fragmentación financiera incompatibles con el funcionamiento de una unión monetaria. Pero no fue concebido para neutralizar cualquier aumento de una prima de riesgo, y menos aún cuando responde a un deterioro de los fundamentales.

Esa distinción es esencial, tanto para entender el escaso contagio a economías que han ido mejorando las cuentas públicas como para contextualizar el caso francés. En estos momentos, la ampliación de la prima de riesgo refleja, en buena medida, el deterioro de las perspectivas fiscales y la incertidumbre política. Por tanto, para que Francia pudiera convertirse en candidata a una eventual activación del TPI, tendría que acompañar cualquier apoyo monetario de señales convincentes de consolidación fiscal. Además, por ahora no parece existir ninguna urgencia sistémica: el deterioro del riesgo francés se ha transmitido de manera limitada al resto de los grandes emisores periféricos.

Y esa es precisamente la diferencia fundamental respecto a la crisis de deuda soberana de hace 15 años. Entonces el problema era la fragmentación de la unión monetaria y la existencia de un riesgo de redenominación que contaminaba a buena parte de la periferia. Ahora el problema es, al menos de momento, mucho más convencional: distinguir qué países están mejor preparados para soportar un coste del capital estructuralmente más elevado.

En definitiva, Francia representa el típico caso de estar en el lugar equivocado en el momento menos oportuno, combinación suficiente para situarse en el centro de la diana de los inversores internacionales. El principal problema francés no es tanto identificar las reformas necesarias como construir el consenso político y social imprescindible para llevarlas a cabo. La dificultad añadida es que Francia no es un país más de la unión monetaria. Su peso económico y, especialmente, su centralidad política para el proyecto europeo multiplican las implicaciones de cualquier deterioro prolongado de su situación fiscal. La buena noticia es que Europa afronta este episodio con un armazón institucional mucho más robusto que en 2011-2012.

Por eso, probablemente, el partido de los próximos meses no se jugará en Fráncfort o Bruselas, sino en París. El BCE puede impedir que una crisis de confianza se convierta en una crisis del euro, pero no puede sustituir reformas por compras de bonos ni fabricar sostenibilidad fiscal desde el balance de un banco central. Europa tiene ahora mejores defensas. Francia deberá demostrar que también tiene capacidad de reacción.

José Ramón Díez

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 PIB[1]							
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	2,2	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	2,7	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	3,3	3,2	2,0	2,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–5,2	0,2	2,0	4,2	3,4	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	1,7	0,5	1,5	2,9	3,7	2,9	1,9
Consumo de las AA. PP.	1,8	0,5	1,5	3,0	3,7	1,7	1,2
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	3,0	3,9	3,3	1,6
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	2,4	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 aversión al riesgo predomina en los mercados

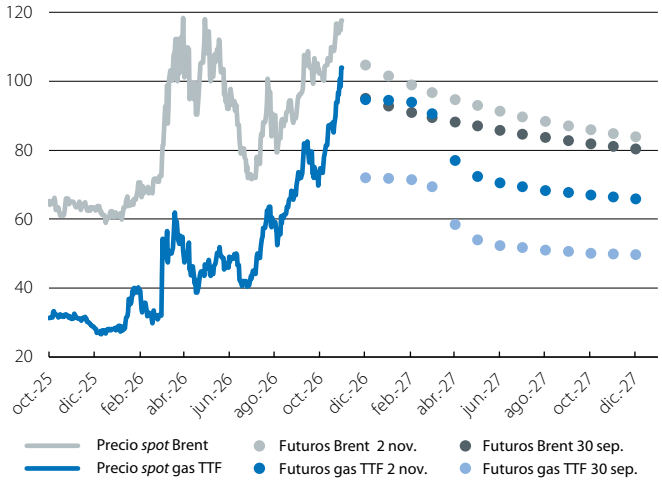
Las tensiones geopolíticas y la energía marcan un tono cauto en los mercados. El conflicto en Oriente Próximo, con una intensificación de las tensiones directas entre Irán y Arabia Saudí, mantuvo la incertidumbre sobre el suministro energético global y favoreció que el petróleo siguiera cotizando por encima de los 100 dólares por barril de Brent durante todo el mes. Incluso superó los 115 dólares, marcando nuevos máximos del año. Por su parte, el precio del gas natural TTF repuntó con fuerza en octubre, al aumentar más de un 40% y acercarse a los 100 €/MWh. Además, las curvas de futuros del Brent y el gas TTF de los próximos trimestres se desplazaron al alza, reflejando una revisión de las expectativas del mercado ante el persistente riesgo de disrupciones en la oferta. Asimismo, los inversores vivieron un nuevo episodio de dudas sobre la sostenibilidad y rentabilidad de las inversiones asociadas a la IA en un entorno de condiciones financieras restrictivas. En Europa, se sumó un aumento de la aversión al riesgo ante la persistencia de los riesgos fiscales en Francia, que provocó una fuerte ampliación de la prima de riesgo soberana francesa, cierto contagio a la italiana y un impacto limitado sobre las primas de España y Portugal. En este contexto, el BCE y la Fed decidieron mantener sus tipos de interés, pero señalizaron una senda de política monetaria restrictiva.

La aversión al riesgo presiona los tipos soberanos a la baja. A pesar del aumento de los precios de la energía, los rendimientos de la deuda pública estadounidense y alemana retrocedieron, reflejando la aversión al riesgo ante la incertidumbre geopolítica y las dudas sobre las valoraciones bursátiles asociadas al sector tecnológico y a la IA. La rentabilidad del *treasury* a 10 años tocó su máximo a inicio de mes, al situarse en el 5,30% (nivel no observado desde 2002), para luego retroceder hasta niveles cercanos al 5,0%, más de 30 p. b. respecto al cierre de septiembre (aunque, en el acumulado del año, todavía sube cerca de 80 p. b.). Por su parte, Alemania experimentó una caída de sus tipos, con la rentabilidad del *bund* a 10 años bajando más de 20 p. b. En el Reino Unido, los tipos soberanos alcanzaron su nivel más alto en casi 20 años a inicio de octubre, para descender en las últimas semanas, con una recepción relativamente favorable de las proyecciones y presupuestos públicos presentados por el Gobierno.

Incremento de las primas de riesgo en Europa, con las tensiones concentradas en Francia. Los mercados de deuda soberana de la eurozona vivieron un episodio de tensión alrededor de las cuentas públicas de Francia. En concreto, la elevada deuda pública francesa y las dificultades políticas para ajustarla, con un Parlamento fragmentado y en la antesala de las elecciones presidenciales de primavera, llevaron a que el bono francés (OAT) a 10 años superara el umbral del 5%, mientras que la prima de riesgo continuó ampliándose y, tras alcanzar niveles no observados desde la crisis de deuda soberana europea, llegó a superar los 170 p. b. (se moderó algo a finales de mes, después de que la agencia de calificación Moody's mantuviera la nota crediticia de Francia en Aa3). En este contexto, desde el Eurosistema, tanto la presidenta del BCE, Christine Lagarde, como el gobernador del Banco de Francia señalaron que corresponde a las autoridades francesas corregir los desequilibrios fiscales, sugiriendo que actualmente no se cumplen las condiciones para una intervención por parte

Petróleo y gas natural: precio

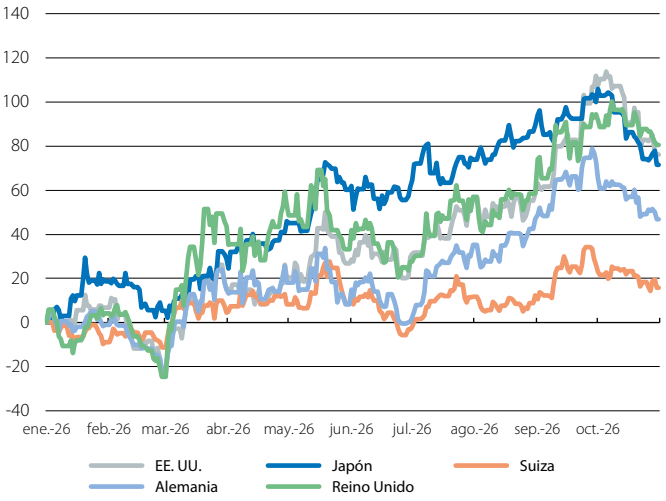
(Dólares por barril y euros por MWh)



Nota: *Futuros Brent y Gas TTF corresponden a contratos a dos y un mes vista, respectivamente.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Tipos de interés soberanos a 10 años

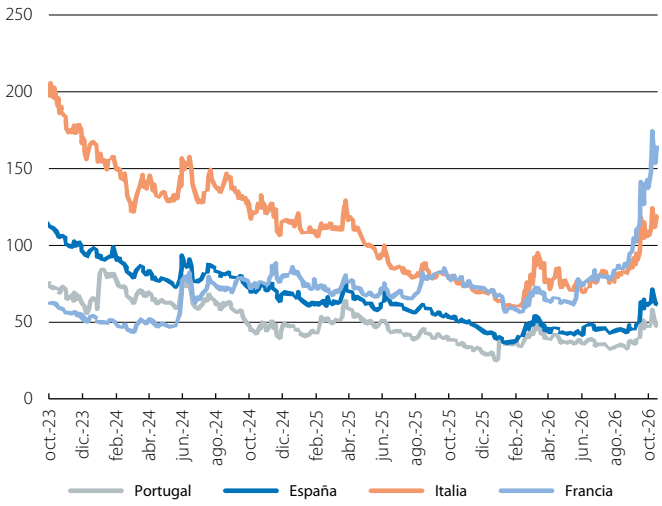
Variación acumulada en el año (p. b.)



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

Prima de riesgo a 10 años

(p. b.)



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

del BCE. El contagio al resto de primas de riesgo de la eurozona fue moderado, con la prima de riesgo italiana alrededor de los 120 p. b. (claramente por debajo de los niveles alcanzados en 2023), mientras que las primas de España y Portugal aumentaron menos de 10 p. b. y siguieron cerca de mínimos desde 2009.

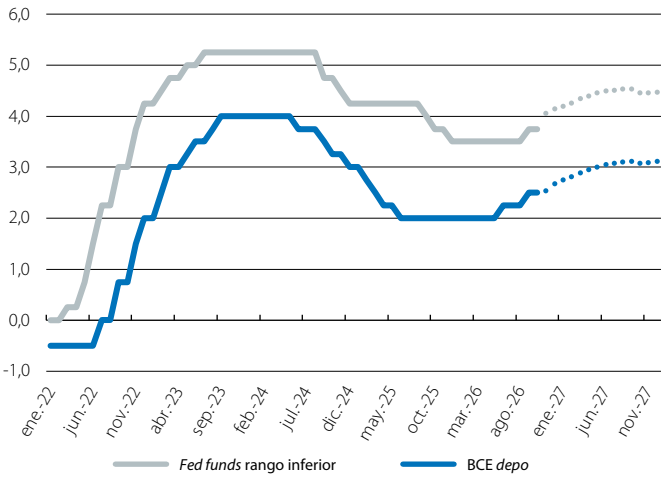
BCE y Fed mantienen sus tipos sin cambios, pero apuntan a subidas en adelante. Tal como se anticipaba, tanto el BCE como la Fed decidieron mantener sus tipos de interés en sus reuniones de octubre. El BCE mantuvo el *depo* en el 2,50% en una decisión unánime, argumentando que el contexto sigue siendo compatible con un endurecimiento gradual de la política monetaria. Dadas las condiciones financieras más restrictivas y la observación de unos datos de inflación subyacente contenidos hasta el momento, el BCE optó por esperar a disponer de más información antes de adoptar nuevos movimientos. Además del mensaje de política monetaria, el principal foco de atención fue el anuncio de que Christine Lagarde dejará la presidencia del BCE a principios de febrero (unos ocho meses antes del fin del mandato). Por su parte, la Fed mantuvo los *fed funds* en el rango 3,75%-4,00%, aunque hubo dos votos de disensión en favor de subir los tipos 25 p. b. El presidente Warsh enfatizó el deseo de acumular más información antes de valorar ajustes adicionales en la política monetaria, aunque reconoció que la inflación permanece demasiado elevada y destacó la fortaleza de la economía estadounidense. Pese a la pausa, los mercados siguieron descontando como escenario más probable una subida de tipos en las reuniones de diciembre de la Fed y el BCE. Asimismo, las expectativas de mercado apuntan a una prolongación del ciclo de endurecimiento monetario en 2027, con dos subidas adicionales de 25 p. b. por parte del BCE y una subida adicional por parte de la Fed.

Dudas sobre la IA lastran la bolsa. Los mercados de renta variable se mostraron volátiles durante octubre, un mes marcado por el inicio de la temporada de resultados del 3T y con el foco inversor en las grandes compañías tecnológicas. A pesar de resultados, en general, sólidos, los mercados exhibieron inquietud ante el auge de la inversión en IA y la capacidad de las compañías para generar retornos suficientes que justifiquen el elevado gasto asociado a estas iniciativas. Esto último lastró las cotizaciones bursátiles durante la segunda mitad del mes, con caídas en los sectores tecnológico y de semiconductores, que se reflejaron en varios índices bursátiles. Como resultado, el Nasdaq 100 retrocedió cerca de un 6% en octubre, mientras que el S&P 500, menos expuesto a estos sectores, cedió menos de un 1%. En Europa, el comportamiento fue más favorable, con el STOXX 600 avanzando cerca de un 2% en el mes, apoyado en sectores con menor exposición a la temática de la IA. Por países, el DAX alemán cerró octubre en positivo, mientras que el CAC 40 francés logró terminar prácticamente plano (+0,1%), pese a las persistentes preocupaciones en torno a la situación fiscal del país.

El dólar, errático frente a las principales divisas. Las tensiones alrededor de la deuda francesa pesaron sobre el euro, que se debilitó cerca de un 1% frente al dólar y fluctuó alrededor de los 1,11-1,12 dólares. En cambio, la libra esterlina se fortaleció más de un 1% en su cruce con el dólar y el yen cerró el mes relativamente estable. Entre las divisas emergentes, destacó la volatilidad del real brasileño, condicionado por la incertidumbre asociada al proceso electoral presidencial, que concluyó con la victoria de Lula da Silva.

Fed y BCE: tipos de interés de referencia

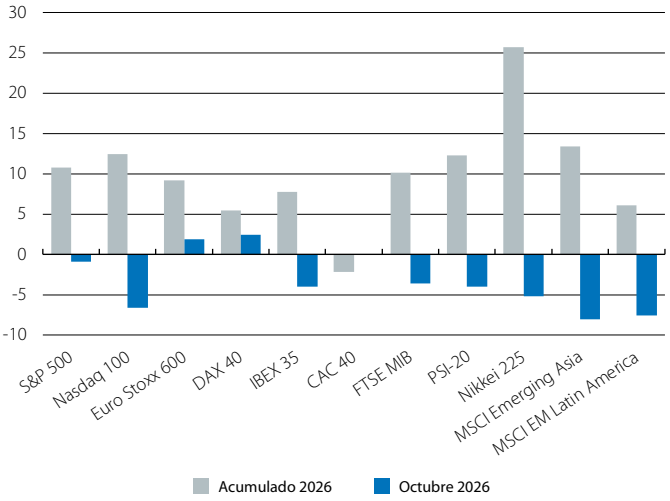
(%)



Nota: *Líneas discontinuas muestran los* forwards *para la Fed y el BCE a 3 de noviembre de 2026.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Índices bursátiles

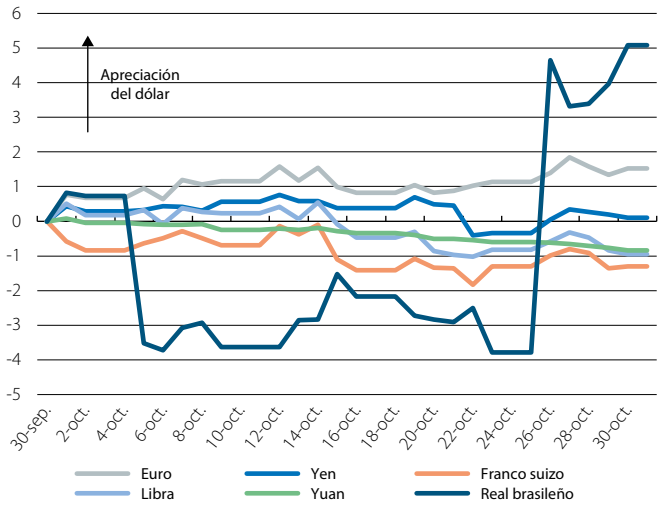
Variación acumulada (%)



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

Evolución de las divisas frente al dólar

(%)



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

¿Qué ha impulsado el repunte global de los tipos de interés a largo plazo?

En lo que va de año, los tipos soberanos han aumentado de forma generalizada en las principales economías desarrolladas, con un repunte especialmente llamativo en los vencimientos más largos. La sincronización entre EE. UU., Europa y Japón apunta a fuerzas globales, más allá de los factores fiscales o institucionales propios de cada país. Aunque el conflicto entre EE. UU. e Irán ha intensificado el movimiento, la tendencia se observa desde finales de 2024.

La naturaleza de este repunte importa porque sus posibles explicaciones tienen implicaciones económicas muy diferentes. Una lectura lo atribuye a unas expectativas de inflación más elevadas o a una pérdida de confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Otra relaciona, especialmente en EE. UU., los mayores tipos reales con unas mejores perspectivas de crecimiento derivadas del despliegue de la inteligencia artificial (IA) y un posible aumento del tipo de interés neutral. Una tercera explicación, a medio camino entre ambas, vincula las mayores necesidades de inversión pública y privada con una base inversora más sensible al precio, que exige una mayor rentabilidad para financiarlas. Aunque las tres cumplen un cierto papel, esta última explicación parece la más influyente.

Los tipos reales, protagonistas del movimiento

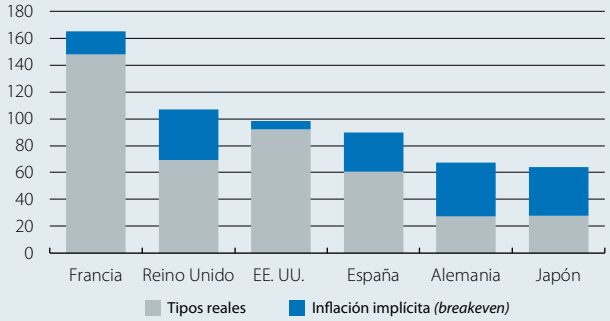
El repunte de los tipos largos no se explica principalmente por una mayor inflación esperada, aunque su contribución varía entre países y fases del conflicto. Desde su inicio, los tipos reales explican aproximadamente 93 de los cerca de 100 p. b. que ha aumentado el tipo de interés estadounidense a 10 años. Alemania y Japón presentan una composición más equilibrada, pero la compensación por inflación, pese a ganar relevancia en las últimas semanas, tampoco explica principalmente la tendencia ni en lo que va de año ni desde finales de 2024.

Más que una crisis generalizada de confianza soberana

La subida tampoco parece responder principalmente a una crisis generalizada de confianza en las finanzas públicas. El movimiento general afecta a economías con situaciones fiscales muy diferentes y no se limita a aquellas con las trayectorias de deuda más preocupantes. Aunque Suiza constituye una excepción destacada, con un repunte mucho menor y una situación fiscal favorable, otras economías con cuentas públicas sólidas y para las que no se prevé un deterioro significativo, como Dinamarca o Noruega, lo han sufrido igual, al estar más expuestas a fuerzas comunes como el ciclo monetario europeo o las mayores necesidades de gasto relacionadas con la geopolítica y la defensa.

Evolución de la rentabilidad de la deuda soberana a 10 años

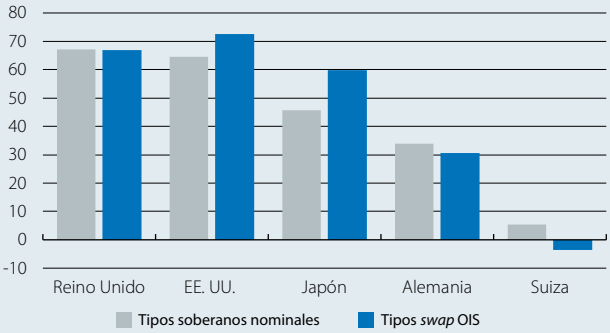
Variación desde el inicio del conflicto en Irán (27 de febrero de 2026) hasta el 26 de octubre de 2026 (p. b.)



Notas: *El tipo real es un tipo implícito, calculado a partir de la curva de bonos soberanos ligados a la inflación. La inflación implícita* (breakeven) *se obtiene, a su vez, como la diferencia entre el tipo nominal de vencimiento comparable y este tipo real implícito.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Evolución de los tipos de interés a 30 años

Variación desde el inicio del conflicto en Irán (27 de febrero de 2026) hasta el 26 de octubre de 2026 (p. b.)



Nota: *El* swap *OIS a 30 años es el tipo fijo intercambiado por el tipo de interés a un día (muy cercano al tipo de intervención) compuesto durante 30 años. Refleja las expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo a lo largo de este horizonte, junto con la prima por plazo, y presenta un riesgo de crédito mínimo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

La evolución de los *swaps* confirma que una parte sustancial del movimiento representa un encarecimiento general del capital a largo plazo y no solo una mayor prima soberana. Desde finales de febrero, el *swap* OIS a 30 años ha aumentado unos 70 p. b. en dólares, frente a unos 65 p. b. del *treasury* equivalente. En el Reino Unido, los tipos swap OIS han subido prácticamente lo mismo que el *gilt*, mientras que, en la eurozona, el tipo *swap* OIS ha avanzado alrededor de 30 p. b., unos 5 p. b. por debajo del *bund*.

Los riesgos fiscales específicos sí parecen explicar las diferencias entre países en la intensidad del aumento de los

tipos. Francia es el ejemplo más claro: además del encarecimiento generalizado de los tipos a largo plazo, desde comienzos de 2023, y en un contexto de QT, el diferencial soberano francés a 10 años frente al *swap* OIS europeo se ha ampliado unos 170 p. b., frente a unos 115 p. b. respecto al *bund*. Esto refleja tanto una prima por la situación fiscal y política francesa, como la menor prima de escasez de la deuda alemana a medida que el BCE está reduciendo sus tenencias de bonos soberanos.

¿Por qué han subido entonces los tipos reales?

Una parte de la subida refleja expectativas de tipos oficiales más elevados durante más tiempo. Entre septiembre de 2024 y comienzos de 2026, el repunte de tipos se concentró relativamente más en los vencimientos largos, lo que apunta a fuerzas estructurales. Sin embargo, con el conflicto en Irán y el *shock* energético, los tramos cortos también se han ajustado con intensidad: si a principios de año los mercados descontaban recortes de tipos, ahora cotizan aún varias subidas, lo que presiona los tipos libres de riesgo a lo largo de la curva.

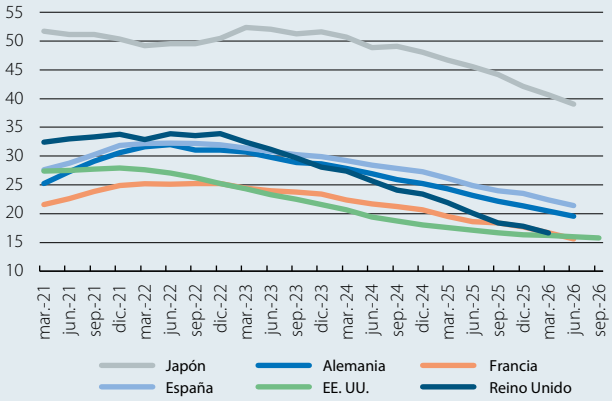
Con todo, y para el caso de EE. UU., una de las descomposiciones de la rentabilidad del *treasury* a 10 años que realiza la Fed[1] confirma que la revisión de los tipos sin riesgo esperados no explica todo el movimiento. Desde el comienzo del conflicto en Irán en marzo, algo más del 40% del aumento de la rentabilidad del *treasury* a 10 años se explicaría por los mayores tipos reales esperados a corto plazo, y alrededor del 30% vendría de una mayor prima real por plazo. Es decir, que las expectativas sobre la evolución de la política monetaria explican solo ligeramente más que la mayor compensación por riesgo de duración que exigen los inversores.

Una segunda explicación para el aumento de los tipos reales proviene de la mayor demanda mundial de capital para inversión. En EE. UU., por ejemplo, el consenso de Bloomberg prevé que la inversión privada real crezca prácticamente un 5% en 2026 y 2027, desde el 3,1% registrado en 2025. Solo las compañías tecnológicas más involucradas en el desarrollo de infraestructura para la IA, las llamadas *hiperescaladoras*, se espera que inviertan unos 800.000 millones de dólares en 2026 y más de 1,1 billones de dólares en 2027 (el 2,4% y el 3,4% del PIB nominal esperado para cada año, respectivamente).

Esta gran inversión no tiene por qué suponer necesariamente que el tipo neutral haya aumentado permanentemente: las expectativas de elevados retornos futuros pueden incentivarla antes de que los efectos sobre la productividad de la tecnología sean visibles, aumentando la competencia por el ahorro y con ello los tipos reales.[2]

Tenencias del banco central de la deuda del Gobierno central, por país

Instrumentos de deuda a más de un año (%)



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

En Europa, por otro lado, las necesidades de defensa, la seguridad energética y las infraestructuras también compiten por el ahorro, a lo que se suma la creciente emisión de varias empresas de IA en divisas europeas.

Por último, el cambio en la base inversora también ayuda a explicar por qué mayores necesidades de financiación pueden exigir rentabilidades superiores. Durante el QE, los bancos centrales y otros compradores oficiales absorbieron importantes cantidades de deuda, con escasa sensibilidad a su rentabilidad, reduciendo así el volumen disponible para el resto del mercado. Con la normalización de sus balances, aumenta la deuda en manos de inversores privados más sensibles al precio, y puede reducirse parte de la prima de escasez o de conveniencia que comprimió las rentabilidades soberanas durante la era del QE.

Un nuevo precio para el capital

En definitiva, los mercados parecen estar buscando una rentabilidad más elevada para equilibrar unas necesidades mundiales de financiación crecientes. La inflación y las expectativas de tipos oficiales han contribuido al repunte, especialmente desde el estallido del conflicto en Irán, pero el protagonismo corresponde a los tipos reales. La mayor demanda de inversión, unos elevados *stocks* de deuda, una menor prima de escasez y una base inversora más sensible al precio completan la explicación. El deterioro fiscal es, por tanto, una pieza importante de una historia más amplia, no su única causa.

David del Val

1. D'Amico, S., Kim, D. H. y Wei, M. (2018), «Tips from TIPS: The Informational Content of Treasury Inflation-Protected Security Prices», JFQA, 53(1); updated data: Federal Reserve Board.

2. Caballero, R. J. (2026), «Speculative Growth and the AI 'Bubble'», NBER WP 34722.

Tipos de interés (%)

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,65	2,65	0	50	50
Euríbor 3 meses	2,68	2,62	6	65	63
Euríbor 12 meses	3,31	3,33	–2	106	112
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,91	2,96	–5	90	103
Deuda pública a 2 años (Alemania)	3,04	3,21	–17	92	106
Deuda pública a 10 años (Alemania)	3,32	3,59	–26	47	68
Deuda pública a 10 años (España)	3,95	4,13	–19	66	80
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,79	4,01	–22	64	78
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	3,75	3,75	0	25	0
SOFR 3 meses	4,05	4,08	–3	40	20
Deuda pública a 1 año	4,37	4,54	–17	90	68
Deuda pública a 2 años	4,59	4,89	–30	111	98
Deuda pública a 10 años	4,93	5,28	–36	76	83

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

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	65	63	3	14,7	11,4
Itraxx Financiero Sénior	75	69	5	20,4	16,8
Itraxx Financiero Subordinado	127	115	12	33,6	28,0

Tipos de cambio

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,116	1,133	–1,5	–5,0	–3,5
EUR/JPY (yenes por euro)	175,780	178,350	–1,4	–4,5	–1,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,833	0,854	–2,4	–4,4	–5,2
USD/JPY (yenes por dólar)	157,560	157,410	0,1	0,5	2,2

Materias primas

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
Índice Bloomberg de materias primas	141,2	141,8	–0,4	28,7	32,2
Brent ($/barril)	117,6	103,5	13,6	93,3	81,0
Oro ($/onza)	3.874,6	4.157,4	–6,8	–10,3	–3,7

Renta variable

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	7.580,1	7.651,5	–0,9	10,7	11,1
Eurostoxx 50 (eurozona)	6.131,3	6.269,0	–2,2	5,9	7,6
Ibex 35 (España)	18.652,9	19.426,2	–4,0	7,8	16,3
PSI 20 (Portugal)	9.276,1	9.666,8	–4,0	12,3	9,8
Nikkei 225 (Japón)	63.290,1	66.753,7	–5,2	25,7	23,3
MSCI emergentes	1.566,6	1.704,9	–8,1	11,6	11,0

La solidez de la economía internacional ante un horizonte más complejo

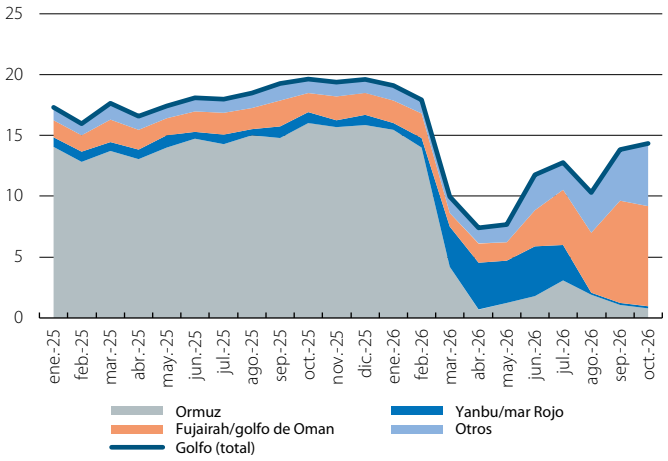
La eurozona sorprende en positivo en el 3T… El PIB de la eurozona creció más de lo esperado en el 3T 2026 (+0,4% intertrimestral *vs*. 0,6% anterior), aunque el dato volvió a estar condicionado por Irlanda. Sin Irlanda, el PIB de la eurozona avanzó un 0,2% intertrimestral (*vs*. 0,3% anterior). Aunque el crecimiento se moderó respecto al 2T, confirmó la continuada resistencia de la actividad frente al *shock* energético. Por países, la evolución fue heterogénea. España volvió a liderar el crecimiento entre las grandes economías, con un avance del 0,6% (véase la Coyuntura de Economía Española en este informe), mientras que Alemania moderó su expansión al 0,2%, Italia se estancó y Francia se contrajo un 0,1%. En conjunto, mientras la inversión y las exportaciones han mostrado mayor debilidad, el consumo mantiene una evolución más favorable, apoyado por el colchón de ahorro acumulado en los últimos años. El dato del 3T reduce los riesgos bajistas sobre nuestra previsión anual (1,0%), aunque se mantiene la perspectiva de desaceleración a finales de año.

… ante un 4T que se anticipa «caliente». Los datos disponibles dan señales de ralentización al inicio del 4T, en un entorno marcado por el debilitamiento de la confianza y la divergencia entre las principales economías de la eurozona. La confianza de los consumidores europeos volvió a caer en octubre, hasta −17,9 puntos, muy por debajo de su promedio histórico, afectada por el encarecimiento de la energía, la incertidumbre política y el temor a un deterioro del mercado laboral. Los datos de encuestas empresariales también apuntan a una pérdida de impulso, aunque la actividad se mantiene en terreno expansivo: el PMI compuesto de la eurozona cayó 1,4 puntos, hasta 51,7, lastrado sobre todo por Francia, que retrocedió 2,7 puntos, hasta los 48,4, con un deterioro generalizado en servicios y manufacturas. Asimismo, con unos mercados energéticos todavía condicionados por el impás geopolítico y la intermitencia de los flujos desde Oriente Próximo, el repunte de los tipos soberanos ante las dudas sobre las perspectivas fiscales en Francia y las manifestaciones de creciente descontento social por el aumento del coste de vida añaden nuevos focos de tensión. En este contexto, los países europeos encaran un final de año más exigente de lo previsto.

La inflación se mantiene elevada por la subida de los precios energéticos, pero la transmisión al resto de la cesta sigue siendo contenida. La inflación general de la eurozona ha vuelto a repuntar en octubre, hasta el 4,0% (*vs*. 3,8% en septiembre). La inflación núcleo se mantuvo en el 2,5%, lo que apunta a la estabilidad de las presiones subyacentes, aunque el encarecimiento de la energía podría impulsar aún más la inflación en los próximos meses y aumentar el riesgo de contagio al resto de los precios. En EE. UU., las presiones inflacionistas también se intensificaron en los últimos meses, con una subida de la inflación PCE general (la métrica de referencia para la Fed) hasta el 3,6% interanual (+0,2 p. p.) y de la núcleo hasta el 3,1% (+0,1 p. p.). El repunte se explica en buena medida por el *shock* energético, especialmente visible en los combustibles, aunque empiezan a observarse mayores presiones en algunos servicios. Por ahora, los efectos indirectos permanecen relativamente contenidos, pero su evolución dependerá de

Global: flujos de crudo desde el golfo Pérsico

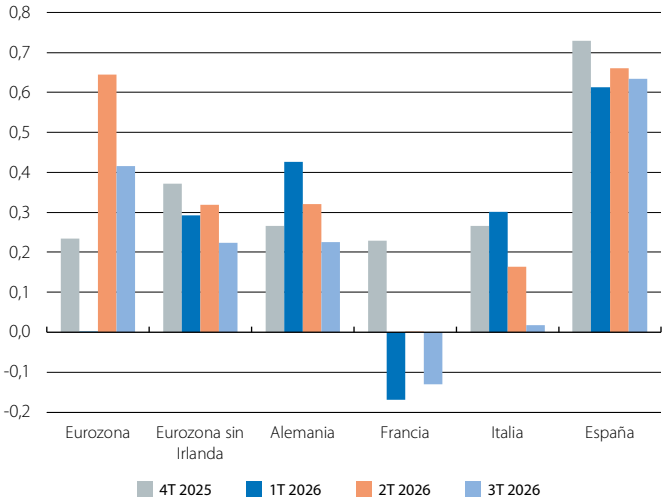
Millones de barriles al día (mb/d)



Nota: *Se utilizan promedios mensuales. El conflicto en Oriente Próximo ha llevado a una mayor opacidad de los flujos marítimos y los datos más recientes pueden estar sujetos a revisiones.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Vortexa (vía Bloomberg).*

Eurozona: PIB

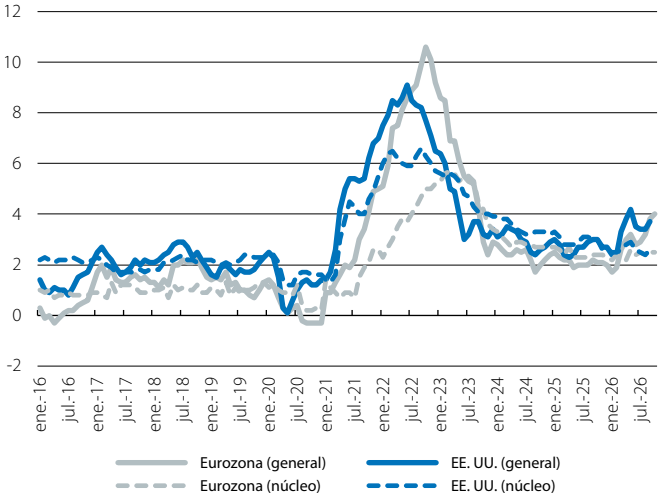
Variación intertrimestral (%)



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

Eurozona y EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

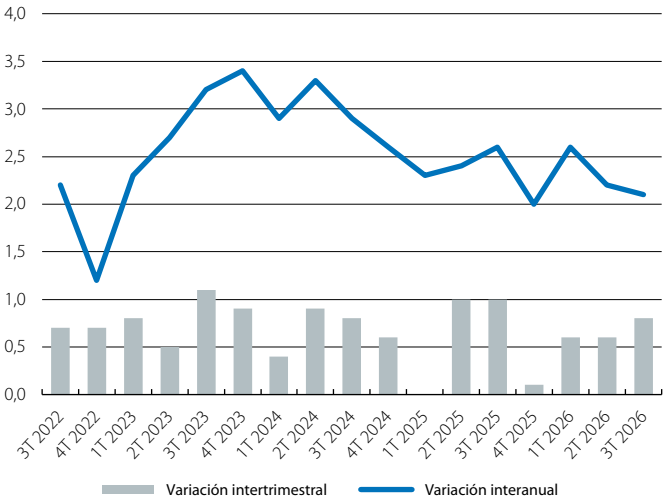
la persistencia del encarecimiento energético y refuerza las expectativas de nuevas subidas de tipos de la Fed (véase la Coyuntura de Mercados en este informe).

La economía estadounidense mostró dinamismo en el 3T y los demócratas sellan una clara victoria en las *midterms*. En EE. UU., el PIB creció un 0,8% intertrimestral, una aceleración con respecto al 2T, apoyado en la fortaleza del consumo y de la inversión. De cara al 4T, los indicadores siguen apuntando a una expansión sólida: el PMI compuesto disminuyó en octubre, pero se mantuvo en niveles elevados (57,6 puntos), mientras que las encuestas de confianza de los consumidores ofrecieron señales dispares. La fortaleza de la actividad contrasta con una gradual pérdida de dinamismo del mercado laboral en los últimos meses. La creación de empleo se moderó hasta los 29.000 puestos en septiembre, por debajo de lo esperado por el consenso de analistas, y promedió los +51.000 mensuales en el 3T (*vs*. +76.000 en el 1S). Al mismo tiempo, la tasa de paro repuntó 1 décima, hasta el 4,2%. La desaceleración del empleo sigue siendo desigual entre sectores, con mayor fortaleza en educación y salud, comercio y construcción, frente a la debilidad de los servicios profesionales, financieros y de información. En este contexto, las elecciones de medio mandato han dejado una clara victoria demócrata, con el control de ambas cámaras y avances incluso en territorios favorables a Trump en 2024. La nueva mayoría reforzará el contrapeso al Ejecutivo, pero anticipa dos años de bloqueo político, especialmente relevante ante los elevados desequilibrios fiscales, mientras sigue dejando amplio margen de maniobra en áreas como las políticas comercial, migratoria y exterior.

Las economías emergentes siguen mostrando una notable robustez al *shock* energético, encabezadas por China, pero con deberes por delante. En su informe de otoño, el FMI mantuvo su previsión de crecimiento global en el 3,1% para 2026, frente al 3,5% de 2025, en un contexto que define como de «resiliencia bajo presión». Los países emergentes afrontan un escenario particularmente retador, sobre todo los importadores de energía, y, entre estos, resaltan los países con menor margen fiscal para responder a los efectos de este *shock*. Por otro lado, aquellos países más integrados en la cadena tecnológica han mostrado mayor dinamismo. La economía china ganó impulso en el 3T, con un crecimiento del PIB del 1,2% intertrimestral (*vs*. 0,9% anterior), y sitúa el crecimiento en lo que va de año en la banda baja del objetivo oficial para este año (4,5%-5,0%). La mejora estuvo liderada por la industria, mientras que las exportaciones mantuvieron un buen dinamismo, con un crecimiento cercano al 30% en el trimestre. Por su parte, el consumo privado mantuvo un crecimiento muy débil y la inversión sigue lastrada por la crisis inmobiliaria. Las economías emergentes siguen aguantando el *shock* energético mejor de lo esperado, pero no sin retos por delante. En Brasil, la victoria del presidente Lula da Silva en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales provocó un repunte de los tipos soberanos y una depreciación del real brasileño, deshaciendo los movimientos vividos tras la victoria de Bolsonaro en primera ronda, y en un reflejo de los síntomas de la delicada posición fiscal en la que se encuentra el país, en un entorno de subida de los tipos de interés a nivel global. En la India, los indicadores más recientes siguen mostrando una actividad sólida, con señales de recuperación de la inversión, pero se anticipa una moderación gradual del crecimiento en 2027, ante la subida de la inflación y el endurecimiento de la política monetaria.

EE. UU.: PIB

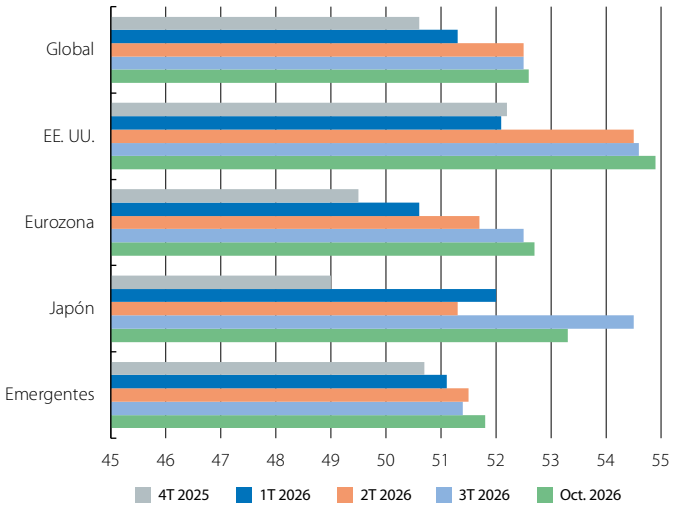
(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.*

Global: PMI de manufacturas

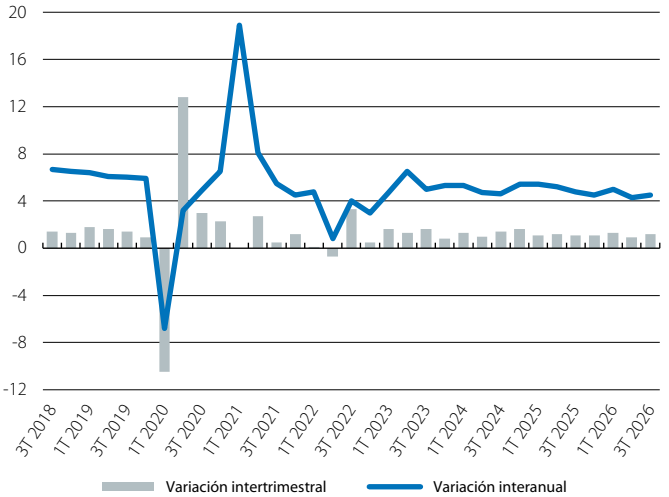
Índice



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

China: PIB

(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.*

¿Qué podemos esperar de la tasa de participación laboral en EE. UU. y la UE?

El envejecimiento de la población plantea importantes retos para el crecimiento económico, pero existen palancas capaces de mitigar, al menos parcialmente, sus efectos.[1] Entre las principales destacan el impulso de la productividad y el aumento de la población en edad de trabajar mediante la inmigración.[2] Otra, relacionada con el mercado de trabajo, consiste en intensificar el uso de la mano de obra incrementando la participación laboral de los colectivos todavía infrarrepresentados. Para valorar el recorrido de esta palanca, analizamos qué factores explican su evolución en EE. UU. y las cuatro grandes economías de la UE durante los últimos 25 años. Los resultados muestran que la demografía, la educación y los cambios en el comportamiento laboral han operado con distinta intensidad a ambos lados del Atlántico, y que algunas de las fuerzas que impulsaron la participación en el pasado comienzan a perder recorrido.

Una descomposición de sus factores estructurales

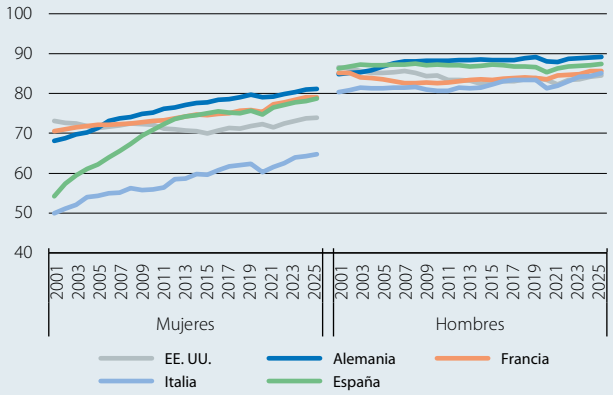
La tasa de participación laboral mide la proporción de la población que trabaja o busca activamente empleo. Para identificar los factores que explican su evolución, descomponemos estadísticamente su variación en tres componentes: los cambios en la distribución de la población por edades, las variaciones del nivel educativo dentro de cada franja de edad y los cambios en la participación de personas del mismo sexo, edad y nivel educativo.[3] Este último componente recoge los cambios en el comportamiento laboral dentro de cada grupo y puede incorporar efectos de cohorte condicionados, entre otros factores, por las políticas del mercado laboral, las reformas de las pensiones, las medidas de conciliación o las transformaciones de la demanda de trabajo. El análisis utiliza datos de la OCDE para hombres y mujeres de entre 25 y 64 años en EE. UU., Alemania, Francia, Italia y España. Dentro de cada sexo, distinguimos cuatro franjas de edad, de 10 años cada una, y tres niveles educativos (básico, intermedio y superior), y comparamos su evolución durante los últimos 25 años.

Convergencia, pero con distintos motores

La evolución desde comienzos de siglo muestra una clara convergencia de la tasa de participación laboral entre EE. UU. y las cuatro grandes economías de la UE, pero por caminos muy distintos y con diferente intensidad a lo largo del tiempo. Entre 2001 y 2013, la tasa de participación de la población de 25 a 64 años retrocedió en EE. UU. en ambos sexos, mientras que aumentó en los países europeos, principalmente en

EE. UU. y países de la UE: tasa de participación laboral por sexo

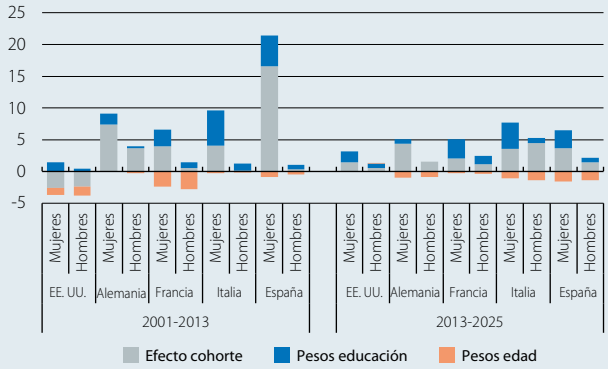
(%)



Nota: *Población de 25 a 64 años.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.*

EE. UU. y países de la UE: tasa de participación laboral por sexo

Contribuciones a la variación (p. p.)



Notas: *Población de 25 a 64 años. El efecto cohorte recoge el impacto de variaciones en la tasa de participación de un grupo de la misma franja de edad y mismo nivel educativo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.*

España, seguida de Alemania e Italia, y con un impulso decisivo entre las mujeres (véase el primer gráfico). De esta forma, se prolongó la convergencia entre ambas áreas, iniciada décadas antes.[4] Entre las posibles explicaciones de la tendencia estadounidense, la literatura ha destacado la menor demanda de trabajadores con determinadas cualificaciones y el consiguiente desajuste de capacidades, los cambios en la estructura sectorial del empleo y la mayor incidencia de problemas de salud o discapacidad entre algunos colectivos.[5]

La descomposición estructural permite precisar los motores de estas trayectorias (véase el segundo gráfico). Así, por ejemplo, entre 2001 y 2013, el cambio en la participación

1. Véase el artículo «Efectos del envejecimiento sobre el crecimiento y palancas para su mitigación», en el Dossier del IM09/2025.
2. Sobre inmigración, véase el Focus «Migraciones y políticas migratorias: una panorámica global», en este mismo *Informe Mensual*.
3. Seguimos la metodología empleada en Fernández-Vidaurreta, C. y Martínez-Turégano, D. (2018). «Evolución y perspectivas de la tasa de participación en el área del euro: una visión de largo plazo». Boletín Económico, 1/2018, Banco de España.
4. *Ibídem.*
5. Bengali, L., Daly, M. C., Duzhak, E. A. y Zhao, C. (2025), «Pulled Out or Pushed Out? Declining Male Labor Force Participation», y (2023), «Men's Falling Labor Force Participation across Generations», FRBSF Economic Letter, 2023-26, Federal Reserve Bank of San Francisco.

dentro de grupos homogéneos de edad y educación aportó cerca de 17 de los 20 p. p. del avance en la tasa femenina agregada en España. Este componente explicó también la mayor parte del aumento femenino en Alemania y Francia. En EE. UU., sin embargo, la contribución de los cambios intragrupo fue negativa para ambos sexos. En Europa, la mayor propensión a participar de las nuevas cohortes femeninas estuvo asociada, entre otros factores, a cambios en las decisiones sobre natalidad y a la mejora de las posibilidades de conciliación entre la vida laboral y familiar. Entre las mujeres de mayor edad, también reflejó el avance hacia edades más próximas a la jubilación de las cohortes que se habían incorporado masivamente al mercado laboral durante las décadas anteriores. La mejora de la composición educativa contribuyó positivamente en todos los países, especialmente entre las mujeres de Italia, donde fue el principal factor de impulso, y España, mientras que el cambio de la estructura por edades tuvo ya una aportación negativa generalizada, más intensa en Francia y EE. UU.

Desde 2013, el patrón ha cambiado, con un repunte en EE. UU. después de décadas de retroceso y una evolución más heterogénea en Europa: los incrementos se ralentizaron en Alemania y España, se aceleraron en Francia y mantuvieron una intensidad elevada en Italia. La mejora fue generalizada entre las mujeres, con incrementos comprendidos entre 3 p. p. y 6 p. p., mientras que entre los hombres destacó un avance parejo al femenino en Italia, frente a aumentos más moderados en el resto de los países. La recuperación estadounidense sugiere que el retroceso anterior no respondía únicamente a fuerzas irreversibles, aunque los datos no permiten atribuir el cambio a un único factor.

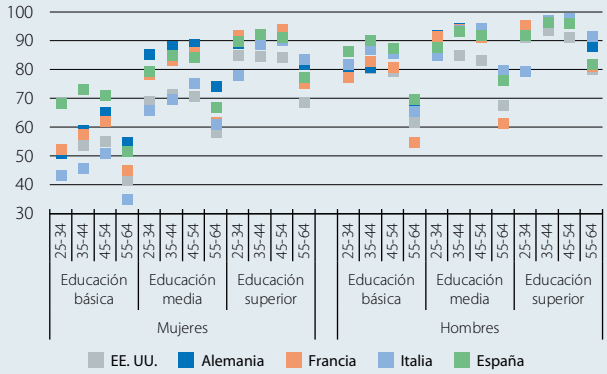
También cambió la combinación de factores. En EE. UU., la recuperación se apoyó tanto en una mayor participación dentro de los grupos de edad y educación como en la mejora educativa, mientras que el efecto de la composición por edades fue prácticamente neutral. En Europa, la participación dentro de los distintos grupos siguió contribuyendo positivamente, con especial intensidad entre las mujeres y, en Italia, también entre los hombres, mientras que el envejecimiento continuó restando de forma moderada pero persistente. Así, mientras que hasta 2013 la convergencia combinó una Europa en ascenso con un retroceso en EE. UU., posteriormente la participación mejoró a ambos lados del Atlántico, aunque con una intensidad contenida y sostenida por colectivos y factores diferentes.

Menos vientos de cola en el futuro y necesidad de políticas más específicas

Las tendencias de los últimos 25 años revelan que todavía existe cierto margen para que la participación laboral contribuya a sostener la oferta de trabajo, pero también que no todas las contribuciones del pasado podrán prolongarse con igual intensidad. La primera limitación procede de la demografía. Entre 2013 y 2025, el cambio de la estructura por edades ya redujo la participación en los cuatro países europeos y previsiblemente ejercerá una presión creciente a medida que aumente el peso de las personas de 55 a 64 años. Este efecto

EE. UU. y países de la UE: tasa de participación laboral por sexo, nivel educativo y franja de edad (2025)

(%)



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

podrá compensarse parcialmente mediante unos flujos migratorios que rejuvenezcan la estructura poblacional y una mayor participación de los trabajadores de más edad, aunque esta última debería aumentar de forma significativa para contrarrestar el creciente peso de este grupo poblacional.[6]

La segunda limitación afecta a la educación. Dada su mayor vinculación al mercado laboral, el aumento del peso de las personas con estudios superiores ha elevado la tasa de participación agregada. Sin embargo, este viento de cola perderá intensidad a medida que las diferentes cohortes cuenten con niveles educativos elevados de forma homogénea. Por el mismo motivo, también se moderará el efecto del relevo generacional femenino conforme las cohortes que se incorporan al mercado laboral se parezcan más a las precedentes en su comportamiento.

El margen restante se concentra, por tanto, en colectivos concretos (véase el tercer gráfico). En 2025, la brecha en la tasa de participación entre hombres y mujeres de 25 a 64 años todavía superaba los 20 p. p. en Italia y se situaba en torno a los 10 p. p. en EE. UU. y España. También existe recorrido entre las personas de 55 a 64 años, sobre todo en Francia y EE. UU., que mostraban en promedio tasas de participación inferiores en m ás de 10 p. p. a las de Alemania. Las políticas deberán incidir en los obstáculos específicos de cada colectivo mediante medidas de conciliación, incentivos para acercar la edad efectiva de jubilación a la legal, fórmulas de empleo más flexibles y formación adaptada a las distintas etapas de la vida laboral.

En EE. UU., la recuperación observada desde 2013 también puede encontrar límites en los próximos años. Las proyecciones del Bureau of Labor Statistics anticipan una ligera reducción de la participación de la población de 25 a 54 años entre 2024 y 2034, aunque prevén nuevos aumentos entre las personas de 55 a 64 años, especialmente entre las

6. Véase un análisis detallado para España en el Focus «El envejecimiento de la población activa: un reto para España y para Europa», en este mismo *Informe Mensual*.

mujeres.[7] A ello se añade el endurecimiento migratorio bajo la segunda Administración Trump. En consonancia con la desaceleración de los flujos, el crecimiento de la población activa nacida en el extranjero, que representa cerca de una quinta parte de la fuerza laboral estadounidense, se ha moderado desde 2025.[8] Por el momento, la participación agregada de las edades centrales se mantiene estable, pero oculta señales de debilidad en algunos segmentos, incluida una menor propensión a participar entre la población nacida en el extranjero.[9] Con todo, todavía es pronto para aislar los efectos de las restricciones migratorias de los derivados de la actualización anual de las estimaciones poblacionales y del envejecimiento de fondo.[10]

En definitiva, el margen para elevar la participación a ambos lados del Atlántico existe, pero será más estrecho y estará más concentrado que durante las últimas décadas. La mejora deberá proceder cada vez menos de grandes transformaciones socioeducativas y más de políticas dirigidas a las mujeres en los países con brechas amplias, la población con menor formación y los trabajadores próximos a la jubilación. Incluso si tienen éxito, estas políticas solo amortiguarán parcialmente el impacto del envejecimiento, por lo que deberán complementarse con el impulso de la productividad y una gestión de los flujos migratorios que contribuya a sostener el crecimiento de la población disponible para trabajar.

David Martínez Turégano

7. Bureau of Labor Statistics (2025). «Civilian Labor Force Participation Rates by Age, Sex, Race, and Ethnicity, 2004, 2014, 2024 and Projected 2034».
8. Véase el Focus «Políticas migratorias Trump 2.0: ¿el fin del *American Dream*?», en el IM10/2026.
9. Bengali, L., Chen, I., New-Schmidt, A. y Petrosky-Nadeau, N. (2026). «The Recent Slowdown in Labor Supply and Demand». FRBSF Economic Letter, 2026-02, Federal Reserve Bank of San Francisco.
10. Bick, A. (2026). «What's Behind the Sharp Drop in Labor Force Participation?». Federal Reserve Bank of St. Louis.

Migraciones y políticas migratorias: una panorámica global

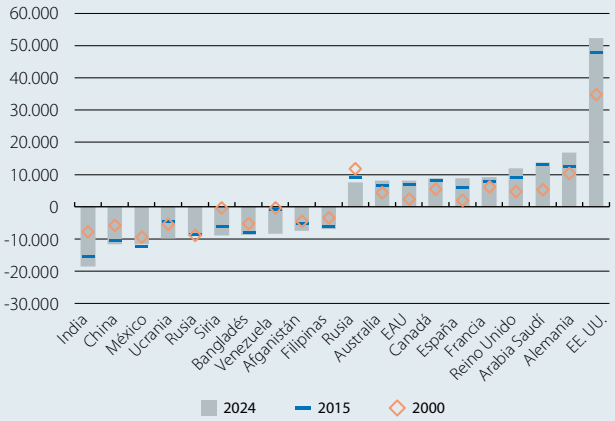
Los flujos migratorios han respondido históricamente a necesidades humanas: conflictos armados, violencia contra determinados grupos, desastres naturales o, en la mayoría de los casos, simplemente la búsqueda de mejores oportunidades. Al moverse desde regiones o países menos desarrollados hacia otros en mejor situación económica, un migrante puede lograr mejores condiciones de vida y hacer un uso más productivo de su tiempo y talento, aprovechando la existencia de mejores instituciones, mercados y tecnologías, así como un entorno de menor incertidumbre.[1] Además de producir efectos positivos a nivel individual y en el territorio de acogida, las migraciones también generan oportunidades de desarrollo considerables en el país de origen, por ejemplo, a través de remesas a familiares, inversiones o transferencias de conocimiento. Sin embargo, como ocurre con el comercio de bienes y servicios o la movilidad de capital, el desplazamiento de personas produce efectos distributivos y comporta importantes retos para las políticas públicas.

Tendencias recientes y patrones geográficos

En lo que llevamos de siglo, los flujos migratorios han seguido creciendo a nivel global y el mundo cuenta ya con más de 300 millones de personas que viven fuera de su país de origen (datos para 2024, año más reciente disponible).[2] Aunque los principales países de origen y destino de los flujos migratorios no han cambiado sustancialmente, conviene destacar algunos rasgos relevantes (véase el primer gráfico). Por un lado, EE. UU. ha sido el principal destino de los flujos migratorios a nivel global, con más de 50 millones de migrantes en 2024. Además, han crecido sustancialmente destinos como Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, el Reino Unido o España. Por otro lado, destaca el crecimiento de la India como principal origen de migrantes internacionales a nivel global, pero también el repunte de flujos migratorios desde países afectados por conflictos o crisis humanitarias, como Ucrania, Siria o Venezuela.[3] Esta panorámica global esconde un fuerte componente geográfico, como ilustran algunas de las principales rutas migratorias, como los corredores México-EE. UU., Siria-Turquía, o entre países centroasiáticos y la zona del Golfo. La mayoría de los migrantes y desplazados se trasladan a países cercanos por facilidad de acceso, familiaridad con el destino y rapidez para encontrar seguridad.[4]

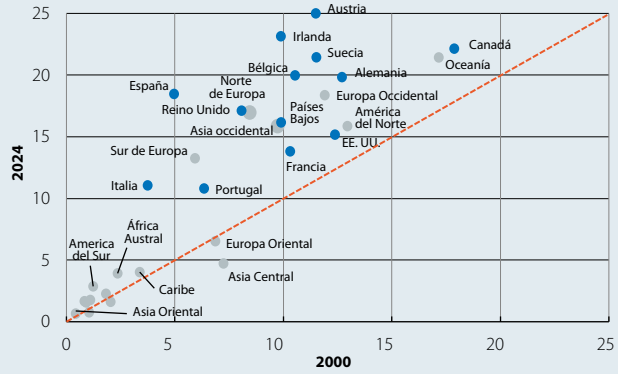
1. Cerca de un 70% de los trabajadores migrantes a nivel global se encuentran en economías avanzadas.
2. Según el último informe de la Organización Internacional para las Migraciones, OIM (2026), «Informe sobre las Migraciones en el Mundo 2026», esto corresponde a casi el 4% de la población mundial en 2024, en comparación con los 175 millones de migrantes en el 2000 (algo menos del 3% de la población).
3. Los datos de las Naciones Unidas apuntan a unos 2,5 millones de personas refugiadas con necesidad de reasentamiento este año, frente a menos de 1 millón en 2015.
4. OIM (2026), *op. cit.*, tercer capítulo.

Top 10 *de países de origen y destino migratorio*
(Miles de personas)



Nota: *Stock acumulado de población migrante en la fecha indicada.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Naciones Unidas.*

Migrantes internacionales por país o región receptora
(% de la población total)



Nota: *Los marcadores grises se corresponden con macrorregiones y los azules, con países seleccionados.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Naciones Unidas.*

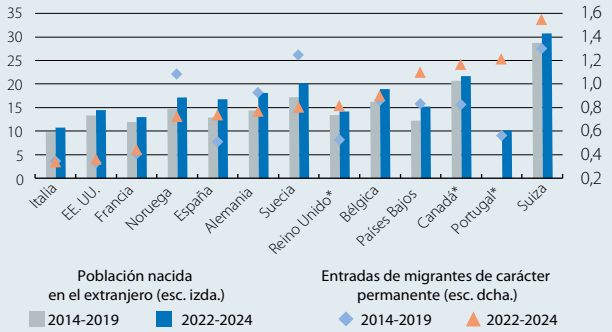
Los elevados flujos migratorios durante los últimos 25 años, junto con el proceso de envejecimiento en las economías desarrolladas,[5] han comportado un significativo incremento del peso de la población nacida en el extranjero en estos países (véase el segundo gráfico). En el conjunto de las economías avanzadas, el incremento promedio entre el 2000 y 2024 se situó en los 6 p. p. Asimismo, Europa, América del Norte y Oceanía siguen situándose entre los principales destinos de migrantes internacionales, con poblaciones migrantes superiores al 15% de la población. Por países, los aumentos más significativos desde el inicio del siglo se han concentrado en algunos países europeos, como Austria, España, Suiza, Suecia, Bélgica o el Reino Unido, todos con aumentos cercanos o superiores a 10 p. p., en términos del peso de migrantes internacionales en la población.

5. Véase el Dossier «Desafíos y políticas en la era de la longevidad», en el IM09/2025.

En el conjunto de la OCDE, a pesar de una ligera desaceleración en 2024, los flujos de migración han alcanzado máximos en los últimos años, cercanos a los 6 millones de entradas anuales. Mientras que las entradas por trabajo prácticamente se han duplicado desde el periodo prepandemia, hasta superar el millón de entradas, los motivos familiares han seguido siendo la principal vía de entrada, y se ha visto un crecimiento sostenido en las entradas por razones humanitarias.[6] Estas tendencias migratorias se han acelerado en el periodo 2022-2024 en países como España, Portugal, Países Bajos, el Reino Unido o Canadá, mientras que en Alemania, Suecia o Noruega se frenaron desde los máximos de 2014-2019 (véase el tercer gráfico).[7]

OCDE: stock y flujos de migrantes internacionales

(% de la población total) *(% de la población total)*



Notas: ** Los países indicados tienen datos incompletos de población nacida en el extranjero. En el caso de Reino Unido, el último dato disponible se refiere al año 2021. En el caso de Canadá, solo están disponibles datos para los años 2016 y 2021. En el caso de Portugal, solo existen datos para el año 2021. Las estadísticas de población nacida en el extranjero son elaboradas a partir de datos aportados por corresponsales nacionales de la OCDE y siguen definiciones y metodologías nacionales, por lo que la comparabilidad entre países es limitada. Las estimaciones anuales de entradas de inmigrantes permanentes en países de la OCDE se basan en datos de permisos y visados concedidos a extranjeros, recopilados por oficinas estadísticas nacionales y ministerios, e incluyen distintos motivos de migración (trabajo, familia, razones humanitarias u otros) y estimaciones de libre movilidad de migrantes.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.*

Políticas públicas ante el reto migratorio: implicaciones futuras

En este contexto, se han observado importantes cambios en las políticas migratorias en países de la OCDE. Algunos han fijado objetivos explícitos de reducción de flujos de inmigración y han endurecido especialmente las condiciones para solicitantes de asilo y reunificación familiar, además de limitar el acceso a beneficios sociales.[8] En paralelo, las vías de migración laboral se han vuelto más selectivas y orientadas hacia las necesidades productivas de cada país. Asimismo, ante unos mercados laborales tensionados, se ha observado en los últimos años una rápida expansión de los sistemas de cuotas y el desarrollo de listas de ocupaciones deficitarias.[9]

En materia de integración, la tendencia dominante es vincular cada vez más las políticas de acogida a la participación laboral. Varios países han reforzado los mecanismos de reconocimiento de cualificaciones obtenidas en el extranjero y han ampliado la oferta de programas de formación e inserción destinados a colectivos más vulnerables, como las mujeres migrantes. Aunque algunos países están ampliando sus marcos de integración, otros han introducido mayores exigencias para los recién llegados, lo que refleja una tendencia general hacia sistemas más restrictivos y orientados a resultados económicos.

Asimismo, los principales países de destino de los flujos migratorios globales están tratando de encontrar un nuevo equilibrio entre las necesidades estructurales de inmigración y una creciente presión política para controlar estos flujos. Aunque la escasez de mano de obra, el envejecimiento demográfico y la competencia global por talento siguen impulsando la demanda estructural, se están adoptando políticas más selectivas que endurecen el acceso y vinculan cada vez más la inmigración hacia las necesidades de los mercados, y las políticas de integración están evolucionando desde enfoques centrados en la acogida hacia modelos que priorizan la contribución económica de los recién llegados.

Esta evolución refleja una transformación más profunda del fenómeno migratorio global. Si las migraciones se han explicado históricamente por factores humanitarios o por diferencias de renta entre territorios, hoy se sitúan en el centro de debates sobre crecimiento económico, envejecimiento poblacional y sostenibilidad de los sistemas de bienestar. Ante este nuevo escenario, la gestión a nivel nacional de los flujos migratorios seguirá siendo clave, pero requerirá la adaptación de un amplio espectro de políticas públicas y el refuerzo de la cooperación internacional. Políticas más restrictivas pueden alterar los patrones migratorios, pero difícilmente eliminarán los factores estructurales que impulsan la movilidad internacional y los retos que genera.

Luís Pinheiro de Matos

6. En 2024, se han alcanzado 3 millones de nuevas solicitudes de asilo presentadas en países de la OCDE, más del doble que en 2019. Este incremento ha estado impulsado sobre todo por EE. UU. (1,7 millones), pero también por Canadá y el Reino Unido, mientras que el número de solicitudes disminuyó en el conjunto de la UE.
7. De mantenerse las tendencias observadas entre 2019 y 2024, algunos países de la OCDE, como Alemania, España o Canadá, superarían el 20% de la población nacida en el extranjero antes del 2030, mientras que Francia, Italia, el Reino Unido y EE. UU. se acercarían al 15%. Según datos de la OCDE, en 2024 residían en España 8,8 millones de personas nacidas en el extranjero, correspondientes al 18,1% de la población. Según datos del INE, a finales de 2024 residían en España cerca de 9,5 millones de personas nacidas en el extranjero, o el 19,3% de la población. El último dato disponible (julio de 2026) apunta a unos 10,3 millones de personas residentes en España nacidas en el extranjero, o un 20,7% de la población (datos provisionales, Estadística continua de población, INE).
8. Véase, por ejemplo, Real Instituto Elcano (2026), «La aplicación del Pacto Europeo de Migración y Asilo: hacia políticas más restrictivas» y el Focus «Políticas migratorias Trump 2.0: ¿el fin del *American Dream*?», en el IM10/2026
9. Además, se ha observado un enfoque en el desarrollo de mecanismos de migración temporal y direccionados a trabajadores con calificaciones elevadas. Véase OCDE (2025), «International Migration Outlook 2025».

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Actividad									
PIB real	3,0	2,3	2,0	2,6	2,2	2,1	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	2,3	4,1	3,4	3,6	4,5	4,6	4,8	5,0	...
Confianza del consumidor *(valor)*	104,5	96,1	94,2	90,7	92,2	87,7	88,6	84,2	91,7
Producción industrial	–0,7	1,1	1,6	0,8	1,5	1,7	1,6	2,2	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	48,2	48,9	48,2	52,6	53,3	54,9	54,6	54,5	55,5
Viviendas iniciadas *(miles, promedio mensual)*	1.370	1.356	1.323	1.418	1.345	1.293	1.288	1.221	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(índice)*	330	339	341	343	344	...	347	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	4,0	4,3	4,5	4,3	4,3	4,1	4,1	4,2	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	60,1	59,8	59,7	59,3	59,1	59,1	59,1	59,2	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–3,3	–3,1	–2,5	–2,3	...	–2,5	...	...
Precios									
Inflación general	3,0	2,7	2,7	2,7	3,9	3,5	3,4	3,7	...
Inflación núcleo	3,4	2,9	2,6	2,5	2,7	2,5	2,4	2,6	...

JAPÓN

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Actividad									
PIB real	0,1	1,2	0,4	0,6	0,9	...	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	37,2	34,7	36,7	36,9	33,2	35,3	35,5	35,4	35,0
Producción industrial	–3,0	0,1	–1,3	1,2	1,9	3,2	2,7	3,1	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	12,8	13,5	15,0	17,0	22,0	24,0	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	2,4	2,5	2,4	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–1,0	–0,6	–0,4	–0,3	–0,2	...	–0,4	...	...
Precios									
Inflación general	2,7	3,2	2,5	1,4	1,5	2,0	1,9	2,1	...
Inflación subyacente	2,5	3,0	3,0	2,5	1,8	2,1	2,0	2,4	...

CHINA

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Actividad									
PIB real	5,0	5,0	4,5	5,0	4,3	4,5	–	–	–
Ventas al por menor	3,3	3,8	0,7	2,4	0,2	0,7	0,4	1,1	...
Producción industrial	5,6	5,9	5,0	6,0	4,6	5,1	5,2	5,5	...
PMI manufacturas (oficial)	49,8	49,6	49,4	49,6	50,2	49,7	49,8	50,1	49,3
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	997	1.186	1.186	1.178	1.180	1.257	1.212	1.257	...
Exportaciones	4,6	5,5	3,8	14,5	20,0	28,2	24,7	36,1	...
Importaciones	1,0	0,3	3,7	22,7	29,5	29,0	28,2	31,0	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,1	0,6	0,8	1,1	0,7	0,8	0,9	...
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	7,1	6,9	6,8	6,7	6,7	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	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Ventas al por menor *(variación interanual)*	1,3	2,4	2,4	2,0	1,4	...	0,8	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	–2,9	1,6	1,9	–1,8	0,0	...	–1,1	...	...
Confianza del consumidor	–12,6	–13,4	–12,9	–13,7	–19,0	–16,1	–15,6	–16,8	–17,9
Sentimiento económico	95,9	95,9	97,1	98,1	94,5	97,6	98,2	97,5	96,9
PMI manufacturas	45,9	49,1	49,5	50,6	51,7	52,5	52,7	52,9	52,7
PMI servicios	51,5	51,3	53,0	51,2	48,2	52,1	51,6	53,0	51,4
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,0	0,7	0,7	0,5	...	...	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,4	3,7	3,9	3,9	3,9	4,1	4,1	4,1	...
Francia *(% pobl. activa)*	7,4	7,7	8,0	8,1	8,3	8,4	8,3	8,5	...
Italia *(% pobl. activa)*	6,6	6,0	5,7	5,6	5,8	6,2	6,2	6,3	...
PIB real *(variación interanual)*	1,2	1,3	1,1	0,6	1,2	1,3	–	–	–
Alemania *(variación interanual)*	0,0	0,3	0,3	0,6	1,0	1,2	–	–	–
Francia *(variación interanual)*	1,4	0,9	1,1	0,8	0,5	–0,1	–	–	–
Italia *(variación interanual)*	0,9	0,7	0,9	0,9	1,0	0,8	–	–	–

Precios

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
General	2,4	2,1	2,1	2,0	3,0	3,3	3,3	3,8	4,0
Núcleo	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,5	2,4	2,5	2,5

Sector exterior

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Saldo corriente	3,0	2,1	2,1	2,1	2,0	...	1,9	...	...
Alemania	5,8	4,4	4,4	4,3	4,4	...	4,5	...	...
Francia	–0,3	–0,4	–0,4	–0,3	–0,1	...	–0,5	...	...
Italia	0,8	0,7	0,7	0,8	0,5	...	0,5	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	**94,5**	**96,4**	**97,8**	**97,6**	**97,1**	**96,9**	**97,2**	**97,1**	**95,5**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	0,8	2,7	3,0	3,0	3,8	4,3	4,2	4,2	...
Crédito a hogares[2,3]	0,5	2,2	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	4,9	3,4	3,3	3,3	3,4	3,5	3,4	3,6	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	4,6	3,7	3,5	3,5	3,6	3,8	3,9	3,9	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	–3,9	5,0	5,4	5,2	3,9	3,0	3,0	2,7	...
Otros depósitos a corto plazo	12,4	–0,1	–1,0	–0,2	1,7	4,1	4,1	4,6	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	0,9	0,8	2,7	6,0	6,6	7,1	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	3,0	1,9	1,8	1,8	1,9	2,2	2,1	2,3	...

Notas: *1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 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 pese a la incertidumbre y al *shock* energético

La economía española afronta el complejo contexto actual, marcado por las tensiones energéticas y la incertidumbre geopolítica global, desde una posición de fortaleza. Mantiene un sólido crecimiento con una composición positiva, con especial protagonismo del consumo privado, la inversión y las exportaciones de servicios. Por su parte, el elevado ahorro acumulado permite a los hogares amortiguar las tensiones inflacionistas y limitar, por el momento, su impacto sobre el gasto en consumo (véase el Focus «Los hogares mantienen un ahorro elevado a pesar del *shock* inflacionista» en este mismo informe). Además, la economía sigue mostrando capacidad para generar empleo, si bien la regularización extraordinaria de inmigrantes dificulta valorar la verdadera fortaleza del mercado laboral.

La economía española sigue avanzando con fuerza, apoyada en la demanda interna. El PIB creció un 0,6% intertrimestral en el 3T 2026, en consonancia con las previsiones de CaixaBank Research y apenas 1 décima menos que el trimestre anterior. Así, sigue superando al de la eurozona, que se situó en el 0,2% sin Irlanda. En términos interanuales, la tasa se aceleró 1 décima, hasta el 2,7%. Por componentes, el crecimiento intertrimestral del PIB se explica fundamentalmente por el dinamismo de la demanda interna, que aportó 0,5 p. p. Este avance se apoyó en el consumo, que creció un 0,6% en el caso del privado y un 0,9% en el del público, y en la inversión empresarial, que avanzó un 0,7%.

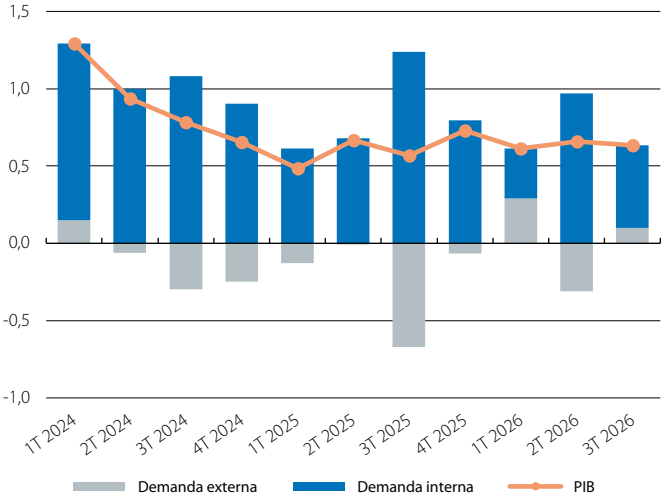
Por su parte, la demanda externa aportó 0,1 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB. Este comportamiento se debe al mayor empuje de las exportaciones, que crecen un 1,3%, donde siguen destacando los servicios, tanto turísticos como no turísticos, frente a un 1,1% de las importaciones.

La economía mantiene un tono favorable, aunque con algunos signos de moderación. La información disponible para el 4T aún es muy escasa, aunque sigue siendo compatible con una prolongación del crecimiento a un ritmo algo más moderado. En positivo, el PMI del sector manufacturero torció al alza en octubre y alcanzó los 52,2 puntos, el registro más alto desde agosto del año pasado, y el de servicios, aunque su lectura de octubre aún no está disponible, se encuentra en máximos desde 2021. En contraposición, las ventas minoristas en términos reales anotaron en septiembre una caída del 1,4% interanual, lo que aumenta la evidencia de que las tensiones inflacionistas comienzan a pasar factura sobre las decisiones de gasto de los hogares.

La evolución del mercado laboral se mantiene positiva, pero la regularización extraordinaria sigue dificultando su lectura. Según la EPA, la creación de empleo se amortiguó en el 3T. La ocupación aumentó en 73.600 personas, por debajo de lo habitual en este periodo (sobre 150.000 personas entre 2023 y 2025). En términos desestacionalizados el crecimiento fue del 0,3% intertrimestral, frente al 0,5% del trimestre anterior. Mientras tanto, el avance de la afiliación se mantiene muy elevado, impulsado por la regularización extraordinaria. A mitad de octubre, muestra un aumento en las últimas dos quincenas, en términos desestaciona-

España: PIB

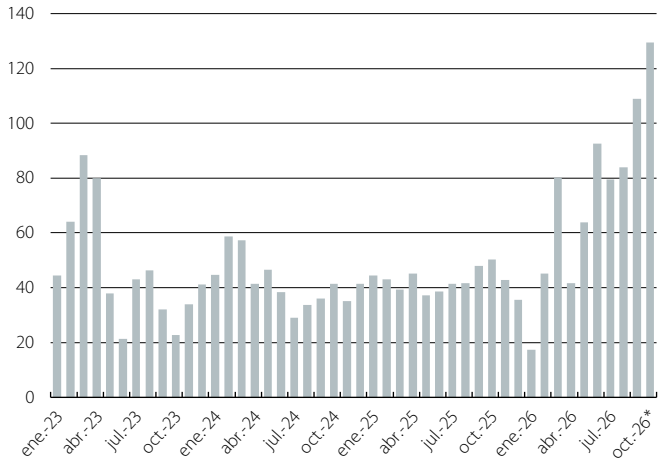
Variación intertrimestral (%) y contribuciones (p. p.)



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

España: afiliados a la Seguridad Social

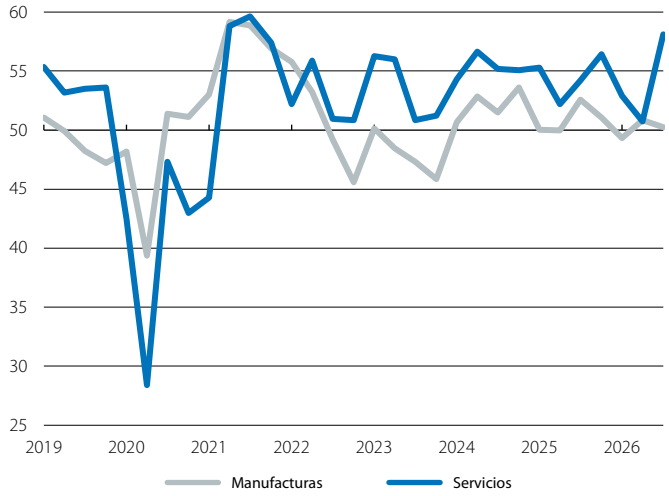
Variación intermensual (miles)



Notas: *Datos desestacionalizados. * Dato provisional.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.*

España: PMI

Nivel (media trimestral)



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

lizados, de 129.481 afiliados, el mayor incremento desde junio de 2021 y muy por encima de la media mensual en el 3T (90.748).

En cuanto al efecto de la regularización sobre el empleo, su impacto es difícil de cuantificar a través de la EPA, ya que recoge la situación laboral efectiva de los individuos, con independencia de que el empleo esté formalizado administrativamente. Con todo, pueden apreciarse algunos indicios de un aumento de ocupados extranjeros, que en el 3T representaban el 16,8% del total, 1 punto más que en el 1T, antes de ponerse en marcha el proceso. El impacto resulta mucho más visible en los registros de afiliación. En lo que va de año hasta el 30 de septiembre, los afiliados extranjeros han aumentado en 576.188 personas, frente a 211.457 en el mismo periodo de 2025. De este incremento, 421.306 afiliados (el 73,1%) estarían relacionados con el proceso de regularización. En paralelo, se observa una clara moderación del aumento de los afiliados españoles, que apenas crecen en 108.103 personas, frente a unas 210.000 un año antes. En cualquier caso, está por determinar qué parte del incremento de la afiliación extranjera responde a la creación efectiva de nuevos puestos de trabajo y qué parte al afloramiento de relaciones laborales preexistentes que permanecían en la economía informal.

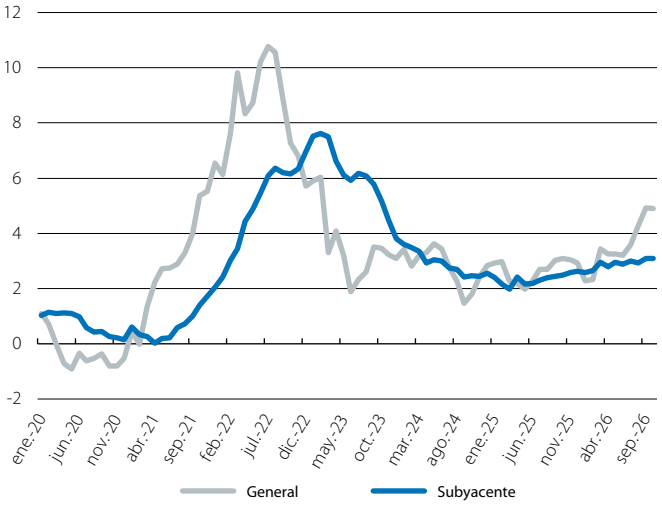
La energía mantiene la inflación en niveles elevados. Según el indicador adelantado del IPC, la inflación general se situó en octubre en el 4,9%, la misma tasa del mes anterior, mientras que la subyacente, que excluye la energía y los alimentos no elaborados, también se estabilizó en el 3,1%. En un contexto en el que los precios del petróleo y del gas permanecen muy tensionados, el abaratamiento de los carburantes, gracias a las bonificaciones, contrarresta el repunte de la inflación de los servicios, impulsado por el turismo. Con todo, el aumento de los precios de la energía durante el mes de octubre ha sido superior al que preveíamos e imprime riesgos al alza sobre nuestras previsiones de inflación.

La fortaleza de la balanza de servicios contrasta con el deterioro del saldo comercial. El saldo de la balanza por cuenta corriente hasta agosto, en términos acumulados de 12 meses, arrojó un superávit del 2,6% del PIB, 0,6 puntos menos que en el conjunto de 2025, pero todavía por encima de los registros prepandemia (2,1% en 2019). Por un lado, el déficit comercial se amplió hasta el 3,4% del PIB (–3,0% en 2025), ya que la contención del déficit energético, que se estabilizó en el 1,7% del PIB, contrasta con el fuerte deterioro del déficit de bienes no energéticos (–1,7% *vs.* –1,2%), lastrado principalmente por las balanzas de automóvil y bienes de equipo. En cambio, los servicios continúan generando elevados superávits: los no turísticos consolidan su creciente protagonismo (2,6% del PIB, al igual que el pasado año) y el turismo mantiene registros históricos (4,3% por tercer año consecutivo).

Las compraventas de vivienda se frenan, pero el mercado sigue muy tensionado. Las compraventas acumulan un descenso interanual del 2,3% entre enero y agosto. El deterioro de la accesibilidad, el efecto escalón respecto al excelente 2025 y las perspectivas de endurecimiento de las condiciones financieras explican esta normalización, aunque el volumen de actividad sigue siendo históricamente elevado, con unas 700.000 transacciones en los últimos 12 meses. Por el lado de la oferta, los visados de obra nueva han crecido un 11% en los últimos 12 meses, pero este avance sigue siendo insuficiente para cerrar la brecha con respecto a la demanda. Los precios, por su parte, han moderado su ritmo de crecimiento en los últimos trimestres, aunque el persistente desequilibrio entre oferta y demanda seguirá impulsándolos.

España: IPC

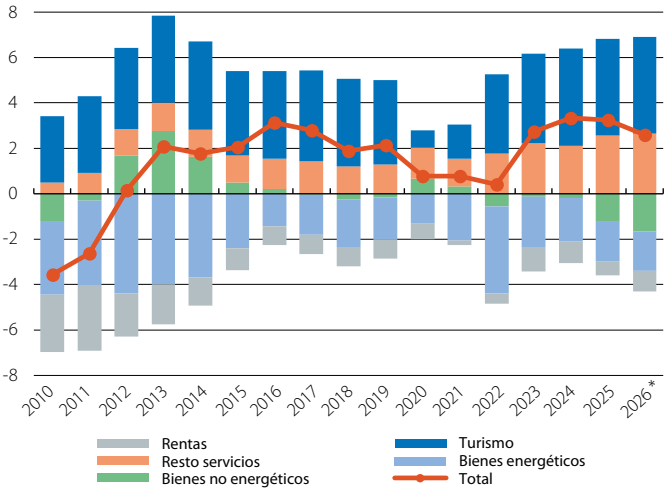
Variación interanual (%)



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

España: balanza por cuenta corriente

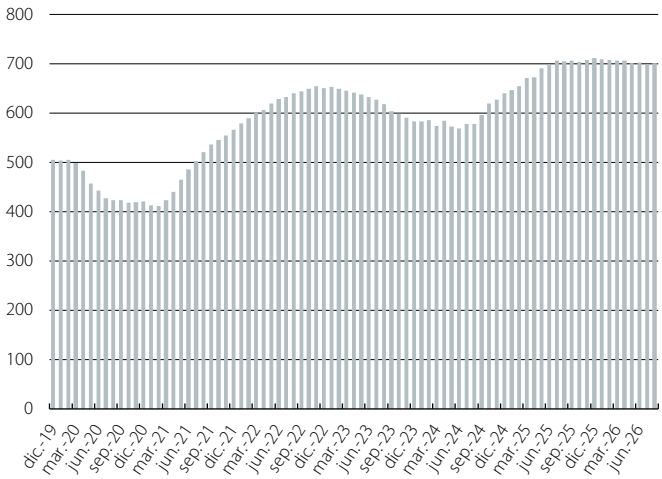
(% del PIB)



Notas: ** Datos acumulados de 12 meses hasta agosto. Datos de bienes según la clasificación CUCI.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

España: compraventa de viviendas

(Miles)



Nota: *Datos acumulados de 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

El envejecimiento de la población activa: un reto para España y para Europa

El mercado laboral español atraviesa un buen momento, con un crecimiento de la ocupación superior al 2% interanual y cifras récord de empleo: 22,85 millones de ocupados, según la EPA del 3T. Sin embargo, tras esta evolución positiva emerge un reto de carácter estructural que condicionará cada vez más el crecimiento económico: el envejecimiento de la población activa. En este artículo analizamos los cambios en la estructura por edades de la fuerza laboral, identificamos los segmentos que están ganando o perdiendo peso dentro del mercado laboral y comparamos la situación de España con la del conjunto de Europa.[1]

La población activa ha aumentado desde 2019 un 8,8% (algo más de 2 millones de personas), pero su composición por edades ha cambiado de forma significativa. Como se observa en el primer gráfico, la distribución se ha desplazado claramente hacia la derecha. Así, mientras que la población activa de entre 25 y 54 años –el grupo de edad que concentra las mayores tasas de participación laboral– ha crecido en 276.000 personas, un exiguo 1,6%, la de mayores de 55 años ha aumentado en más de 1,4 millones, un 35,3%.

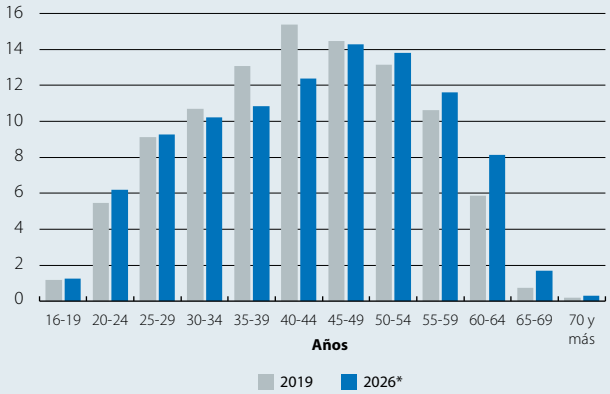
Otra forma de verlo es calcular la edad media de la población activa,[2] que ha pasado de 42,6 años en 2019 a 43,5 en 2026. Si bien este comportamiento es generalizado entre las principales economías europeas (véase el segundo gráfico), España es uno de los países donde el envejecimiento es más acusado, por detrás de Italia, mientras que Alemania y Francia presentan una evolución algo más moderada.

Si desglosamos la evolución por nacionalidad, se observa que el grueso de los nuevos activos son extranjeros, más de 1,2 millones, lo que supone un crecimiento del 41,3%. En cambio, el incremento de activos españoles es solo de 149.000, un 0,8%. El resto son los que poseen doble nacionalidad. En cualquier caso, el envejecimiento afecta a ambos colectivos: para los españoles, la edad promedio ha pasado de 43 a 43,9 años. Los extranjeros, aunque siguen siendo más jóvenes en promedio, también han envejecido: su edad media ha aumentado de 39,4 años en 2019 a 40,8 en 2026.

Dado que el crecimiento de una economía depende, entre otros factores, de la evolución de su fuerza laboral, la jubilación de cohortes cada vez más numerosas puede limitar la expansión de la población activa y, con ello, el crecimiento económico. Para mitigar este efecto existen dos vías principales: aumentar la población en edad de trabajar –la inmigración puede ser una vía para lograrlo– y elevar la tasa de actividad. Sin embargo, el margen de esta segunda vía es limitado. En las edades centrales, entre los 25 y los 54 años, la tasa de actividad ya se aproxima al 90%, tanto en España como en los países de nuestro entorno (véase el tercer gráfico). Existe un mayor recorrido entre los jóvenes y los trabajadores de más edad, aunque difícilmente alcanzarán los niveles de participación de las edades centrales.[3]

España: distribución de la población activa total por tramos de edad

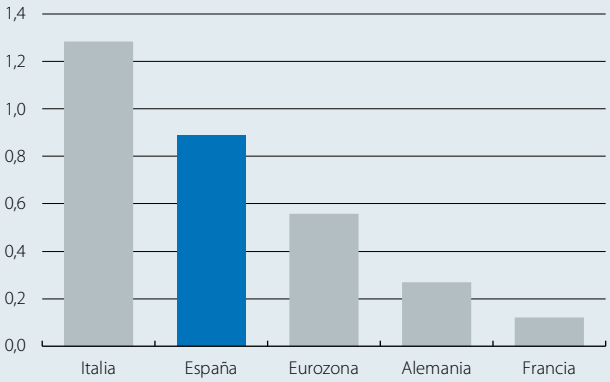
(% sobre el total)



Notas: *Datos en promedio anual. * Promedio de cuatro trimestres hasta el 2T.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Europa: variación de la edad promedio de la población activa total entre 2019 y 2026*

(Años)



Notas: *Datos en promedio anual. * Promedio de cuatro trimestres hasta el 2T.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

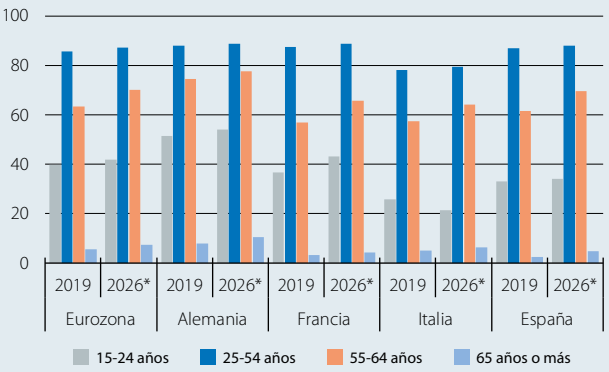
1. Véase, para una visión complementaria enfocada a entender los motivos detrás de los cambios en la tasa de participación laboral en EE. UU. y las cuatro principales economías de la UE, el Focus «¿Qué podemos esperar de la tasa de participacion laboral en EE. UU. y la UE?», en este mismo informe.
2. La EPA proporciona los datos por grupos de edad en rangos de cinco años, por lo que en cada tramo asignamos la misma edad (el valor medio del tramo) a todos los activos, es decir, 22 años a todos los de 20-24 años, 27 a los de 25-29, etc.
3. Hay distintos factores que limitan el crecimiento de la tasa de actividad en los extremos de edad: entre los más jóvenes, la prolongación de los estudios o las dificultades de acceso al empleo por falta de experiencia laboral; entre los mayores, las jubilaciones y salidas anticipadas, los problemas de empleabilidad o la adaptación tecnológica.

Las proyecciones de población del INE permiten ilustrar estos límites. Entre 2026 y 2030, se prevé que 3,4 millones de personas alcancen los 65 años, mientras que la población de 25 a 54 años apenas aumentará en 290.000 personas, y ello gracias a los flujos migratorios previstos por el INE.[4] Por su parte, la población de 15 a 24 años crecerá en 268.000 personas y la de 55 a 64 años, en 606.000. Si las tasas de actividad por edades se mantuvieran constantes, la población activa aumentaría en unas 892.000 personas hasta 2030, lo que supondría un crecimiento medio anual del 0,7%, frente al 1,6% registrado entre 2022 y 2025. En cambio, si las tasas de actividad aumentan hasta alcanzar los niveles de Alemania, bastante más elevados, el aumento sería de alrededor de 1,1 millones de personas y el crecimiento anual alcanzaría el 0,8%.[5] Así, una mayor participación laboral puede amortiguar el impacto del envejecimiento, pero difícilmente compensarlo, por lo que la evolución de la población en edad de trabajar seguirá siendo el principal condicionante de la oferta laboral.

Sergio Díaz Valverde

Europa: tasa de actividad total por tramos de edad

(%)



Notas: *Población activa sobre el total de la población en cada tramo de edad. Datos en promedio anual. * Promedio de cuatro trimestres hasta el 2T.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

4. Sin los flujos netos de inmigración, la población de 25 a 54 años perdería más de 1,3 millones de efectivos.
5. Converger a la tasa de actividad de Alemania supone aumentar la tasa en cerca de 5 p. p. (de 65,6% a 70,3%), aunque el aumento estaría concentrado en los tramos de edad de los más jóvenes o de los de más edad.

Los hogares mantienen un ahorro elevado a pesar del *shock* inflacionista

La tasa de ahorro de los hogares se mantuvo en niveles elevados durante la primera mitad de 2026, aunque continuó moderándose. La fortaleza del empleo impulsó la renta bruta disponible (RBD), lo que a su vez contribuyó a sostener el consumo pese al repunte de la inflación asociado a la guerra en Irán. A ello se sumó que los hogares también recurrieron a una parte de su margen de ahorro para sostener el consumo. Esta dinámica previsiblemente continuará durante la segunda mitad del año, aunque el ahorro se mantendrá claramente por encima de su promedio histórico. En este artículo analizamos la evolución reciente de la renta, el consumo y el ahorro de los hogares, así como sus perspectivas para el conjunto de 2026 y 2027 en un contexto marcado por la guerra en Irán, una inflación más elevada y una destacable incertidumbre global.

Balance a mitad de año: la renta mantiene su fortaleza y el ahorro continúa en niveles elevados

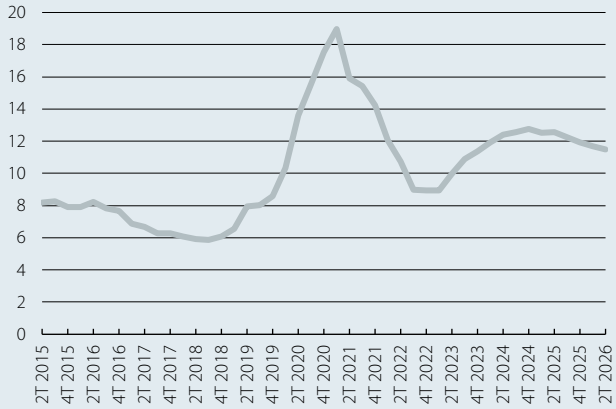
El consumo de los hogares se mostró más dinámico de lo previsto en el 2T 2026, pero la sorpresa positiva de la renta evitó una caída más pronunciada de la tasa de ahorro. En términos no desestacionalizados, el ahorro bruto alcanzó cerca de 57.000 millones de euros, equivalentes al 18,7% de la renta bruta disponible. Aunque esta ratio fue inferior al 19,9% registrado en el 2T 2025, se mantuvo por encima del promedio del 17,2% de los segundos trimestres de 2015-2019. Cabe recordar que el 2T suele concentrar el mayor volumen de ahorro del año, pues coincide con ingresos extraordinarios, como las pagas extra de verano y los dividendos.

Para evitar esta estacionalidad, resulta más informativa la tasa de ahorro acumulada durante los últimos cuatro trimestres. Esta se redujo ligeramente, del 11,7% en el 1T al 11,5% en el 2T, un resultado que prácticamente coincide con nuestra previsión del 11,6% anterior a la publicación del dato.

La moderación del ahorro respondió al mayor dinamismo del gasto. El consumo nominal creció un 6,9% interanual en el 2T, frente al 5,7% del trimestre anterior, mientras que el consumo real aceleró del 3,0% al 3,5%. Sin embargo, la renta de los hogares también sorprendió al alza: la RBD nominal aumentó un 5,5% interanual, por encima del 5,1% previsto. Esta evolución se apoyó en la fortaleza del mercado laboral, con un crecimiento de la remuneración de los asalariados del 7,2%, resultado del aumento del número de asalariados, del 2,9%, y de la remuneración media por asalariado, del 4,3%.

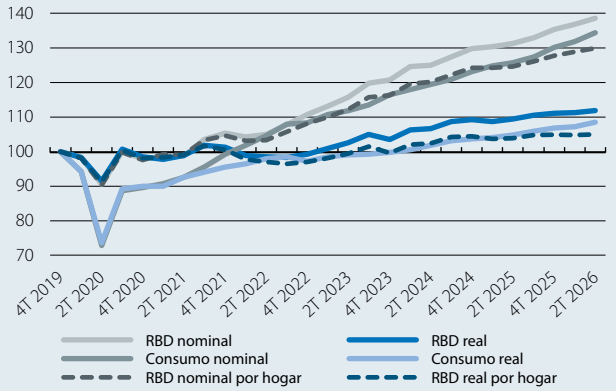
En términos reales, la RBD avanzó alrededor de un 2,3% interanual. El fuerte aumento del número de hogares, cercano al 1,3%, moderó la mejora en términos por hogar: la

España: tasa de ahorro
(% de la renta bruta disponible)



Nota: *Acumulado de cuatro trimestres.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: renta bruta disponible y consumo de los hogares
Índice (100 = 4T 2019)



Nota: *Datos desestacionalizados.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

RBD real por hogar creció un 1,0%. Por tanto, la capacidad adquisitiva de las familias siguió mejorando, aunque de forma más contenida de lo que sugiere la evolución de la renta agregada.

El balance financiero de los hogares continúa fortaleciéndose

La fortaleza financiera de los hogares se reflejó también en un aumento de su *stock* de activos financieros brutos. En el 2T 2026, estos alcanzaron los 3,65 billones de euros, equivalentes al 209,8% del PIB, frente al 202,2% del trimestre anterior.

El *stock* de activos financieros aumentó en 177.942 millones de euros durante el trimestre. Conviene distinguir entre las nuevas adquisiciones de activos y los cambios en

su valoración: 48.189 millones correspondieron a adquisiciones netas, mientras que 129.761 millones procedieron de revalorizaciones, concentradas principalmente en las participaciones en el capital y los fondos de inversión.

Respecto al 2T 2025, el *stock* total de activos financieros aumentó un 10,5%. El crecimiento se concentró en las acciones y los fondos de inversión, cuyo valor conjunto aumentó un 17,2% y elevó su peso en la cartera financiera del 47,4% al 50,3%. Los depósitos también aumentaron, aunque de forma más moderada, un 4,1% interanual. Como consecuencia, su peso en el conjunto de la cartera se redujo del 33,2% al 31,3%. Por su parte, los activos vinculados a seguros y pensiones aumentaron un 8,0% y mantuvieron prácticamente estable su peso, alrededor del 11,5%.

Al mismo tiempo, el endeudamiento permaneció contenido. La deuda de los hogares disminuyó en 755 millones de euros respecto al trimestre anterior, hasta los 728.820 millones, equivalentes al 41,9% del PIB. Esta ratio se redujo en 0,6 p. p. respecto al 1T y 1,9 p. p. respecto a hace un año y se situó en un nivel similar al de la segunda mitad de 1999. La combinación de un patrimonio financiero creciente y una deuda descendente en términos de PIB refuerza la confianza y la capacidad de los hogares para amortiguar el impacto de perturbaciones adversas sobre su consumo.

Perspectivas: el ahorro seguirá moderándose, pero se mantendrá por encima de su promedio histórico

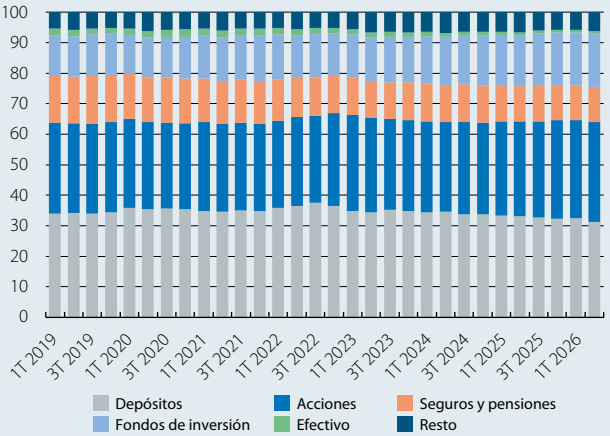
El repunte de la inflación y el aumento de la incertidumbre ejercen efectos contrapuestos sobre el ahorro. Si los hogares tratan de preservar su consumo real frente al aumento de los precios, deben elevar su gasto nominal y reducir la proporción de renta que ahorran. En cambio, una mayor incertidumbre puede llevarlos a posponer decisiones de gasto y reforzar el ahorro por motivos de precaución.

Hasta la fecha, los hogares están recurriendo al ahorro para amortiguar el *shock* inflacionista. Los datos del 2T muestran una aceleración simultánea del consumo nominal y real que sugiere que los hogares están utilizando parte de su margen de ahorro para sostener el gasto ante el aumento de los precios. En el conjunto del año, estimamos que la reducción adicional del ahorro amortiguará algo más de la mitad del efecto del repunte de la inflación sobre el consumo real[1] y situaría la tasa de ahorro en el 10,8% en 2026, frente al 11,9% de 2025 y al 11,5% previsto antes del conflicto con Irán.

1. Esta estimación se obtiene comparando la revisión de la tasa de ahorro prevista para 2026, desde el 11,5% anterior al conflicto hasta el 10,8% actual, con la revisión al alza de la inflación, de 1,3 p. p. Se trata de una aproximación que supone que, en ausencia de una reducción del ahorro, el aumento adicional del gasto nominal derivado de la inflación se habría traducido aproximadamente en un menor crecimiento del consumo real.

España: activos financieros de los hogares

(% del total)



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

En 2027, el crecimiento del empleo y los salarios y la revalorización de las pensiones con la inflación de 2026[2] contribuirán a sostener la renta bruta. Al mismo tiempo, la esperada moderación de la inflación reduciría la presión sobre el gasto nominal. Con crecimientos de la RBD y del consumo nominal cercanos al 4,5%, prevemos que la tasa de ahorro se sitúe en el 10,6%, apenas por debajo del nivel de 2026.

Las tensiones experimentadas en los mercados energéticos en las últimas semanas arrojan dudas acerca del alcance de la moderación de la inflación el año que viene. Una inflación más elevada podría provocar una reducción adicional del ahorro. Como ejercicio de sensibilidad, si la inflación de 2027 fuese 1 p. p. superior a la de nuestro escenario central de previsiones y este incremento se trasladase íntegramente a un mayor consumo nominal, la tasa de ahorro podría reducirse hasta aproximadamente el 9,8%.

En la práctica, el efecto podría ser más moderado. Una inflación más elevada podría venir acompañada de una mayor incertidumbre y reforzar el ahorro por motivos de precaución. Asimismo, unos tipos de interés superiores a lo previsto aumentarían el incentivo a ahorrar.

En definitiva, aunque existe incertidumbre sobre el nivel exacto en el que se situará la tasa de ahorro en 2027, todo apunta a que se mantendrá claramente por encima del promedio del 8,6% registrado entre el 2000 y 2019.

Javier Garcia-Arenas

2. En rigor, la revalorización dependerá del promedio de la inflación entre diciembre de 2025 y noviembre de 2026.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Industria									
Índice de producción industrial	0,4	1,3	1,8	0,5	2,1	...	1,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–4,9	–4,8	–4,1	–3,1	–4,0	–2,3	–3,5	–0,9	–0,4
PMI de manufacturas (*valor*)	52,2	50,9	51,1	49,3	50,9	50,2	49,5	51,0	52,2
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	16,7	8,8	8,8	6,2	9,8	...	...	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	9,7	11,1	11,1	5,2	0,6	...	–0,6	...	...
Precio de la vivienda	8,4	12,7	12,9	12,9	12,2	...	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	10,1	3,2	3,2	2,7	3,2	...	4,3	...	...
PMI de servicios (*valor*)	55,3	54,5	56,4	52,9	50,7	58,1	57,8	58,3	...
Consumo									
Ventas comercio minorista[1]	1,8	4,3	4,2	3,2	0,7	–0,8	–0,5	–1,4	...
Matriculaciones de automóviles	7,2	12,9	8,0	7,6	5,0	8,0	11,8	10,2	1,8
Indicador de sentimiento económico (*valor*)	103,1	103,1	104,2	105,2	103,0	104,1	102,2	105,6	105,1
Mercado de trabajo									
Población ocupada[2]	2,2	2,6	2,8	2,4	2,3	2,1	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	11,3	10,5	9,9	10,8	9,9	10,2	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social[3]	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6	3,2	3,1	3,4	...
PIB	**3,7**	**2,6**	**2,5**	**2,6**	**2,6**	**2,7**	**...**	**...**	**...**

Precios

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
General	2,8	2,7	3,0	2,7	3,2	4,3	4,3	4,9	4,9
Subyacente	2,9	2,3	2,6	2,7	2,9	3,0	2,9	3,1	3,1

Sector exterior

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	0,2	0,7	0,7	0,2	1,2	...	2,6	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	0,1	4,6	4,6	1,7	4,5	...	6,0	...	...
Saldo corriente	**53,4**	**54,8**	**54,8**	**54,2**	**47,0**	**...**	**45,9**	**...**	**...**
Bienes y servicios	69,0	65,1	65,1	67,7	61,7	...	61,9	...	...
Rentas primarias y secundarias	–15,6	–10,3	–10,3	–13,4	–14,7	...	–16,0	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**71,5**	**72,3**	**72,3**	**71,7**	**66,0**	**...**	**64,7**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros[4]

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

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

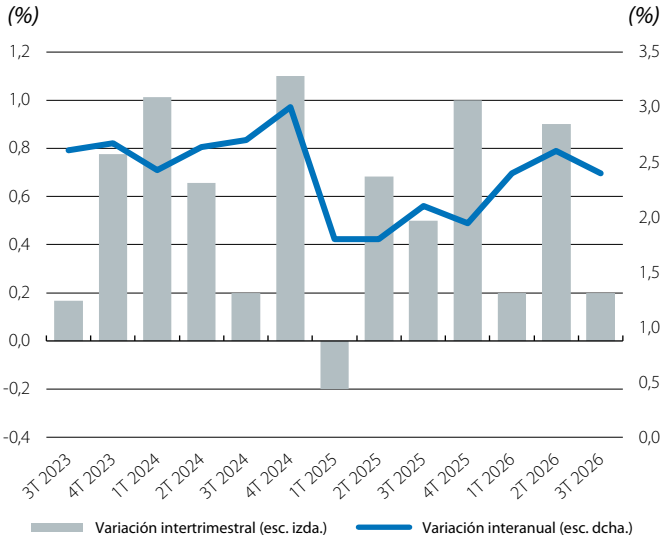
El crecimiento en Portugal resiste a las presiones inflacionistas

El PIB crece un 0,2% intertrimestral y un 2,4% interanual en el 3T, lo que consolida las perspectivas de que la economía crecerá un 2,3% en 2026. El crecimiento sigue apoyado por la demanda interna y, en concreto, en el 3T se observó una aceleración de la inversión, asociada al mayor ritmo de ejecución de los fondos NGEU. Según el INE, el consumo privado se desaceleró en un contexto de encarecimiento del coste de la vida y de subida de los tipos de interés. La demanda externa sigue lastrando el crecimiento, debido a un *shock* energético intenso y el elevado contenido importador de la inversión. Los indicadores para el 4T muestran un panorama de ralentización. El indicador de clima económico cayó en octubre hasta el 2,3% (*vs*. 2,7% anterior), debido al fuerte deterioro del sentimiento en el sector servicios, que retrocedió de 10,5 puntos en septiembre a 3,3 en octubre. En cambio, los demás sectores registraron una ligera mejora. Los hogares también se muestran más pesimistas: el indicador de confianza cayó hasta –26,9 (–22,3 en septiembre), ante una valoración más negativa de su situación financiera y de las perspectivas económicas del país. A pesar de este deterioro, anticipamos una aceleración del ritmo de crecimiento en el 4T, favorecida por el mayor ritmo de ejecución de los fondos europeos y por el estímulo fiscal (unos 800 millones de euros), que incluye una bonificación extraordinaria para los pensionistas y una reducción del IRPF con efectos retroactivos, que apoyará la renta disponible de los hogares en el tramo final del año. En este escenario, se afianza la previsión de un crecimiento del 2,3% en 2026, 4 décimas más que en 2025.

La inflación se acerca al 4% en octubre. La variación interanual del IPC general se situó en el 3,8% (3,6% en septiembre), mientras que la inflación subyacente alcanzó el 2,8% (2,7% en septiembre). La energía siguió presionando la inflación al alza, con una nueva aceleración de los precios de los productos energéticos, que aumentaron un 17,4% interanual (15,3% en septiembre). Aunque seguimos observando una transmisión limitada de los precios de la energía al resto de la cesta, este dato introduce riesgos al alza para la inflación en 2026, que podría superar el 3%. Los precios de producción industrial también siguen ganando impulso y previsiblemente seguirán ejerciendo presión sobre la inflación en los próximos meses.

El empleo habrá alcanzado máximos y las cuentas públicas siguen equilibradas. En septiembre, la ocupación creció un 0,6% interanual, pero cayó un 0,1% respecto al mes anterior, encadenando cuatro meses de retrocesos. Por su parte, el desempleo sigue evolucionando favorablemente. Tanto los datos de la encuesta de empleo (elaborada por el INE) como las inscripciones de desempleados en centros de empleo (IEFP) muestran que el número de desempleados sigue cayendo. Respecto a septiembre de 2025, las estadísticas del INE mostraban una caída del 4,9% y las del IEFP, del 10,1%. Asimismo, la tasa de desempleo se mantuvo en el 5,6%. En el ámbito fiscal, el Gobierno prevé un presupuesto equilibrado en 2026 y un superávit del 0,1% del PIB en 2027. La finalización del PRR aliviará el gasto en 2027, aunque la reducción de impuestos y el aumento de los costes por intereses limitarán el margen fiscal. La deuda pública mantendría una trayectoria descendente, desde el 87,5% del PIB en 2026 hasta el 84,5% en 2027.

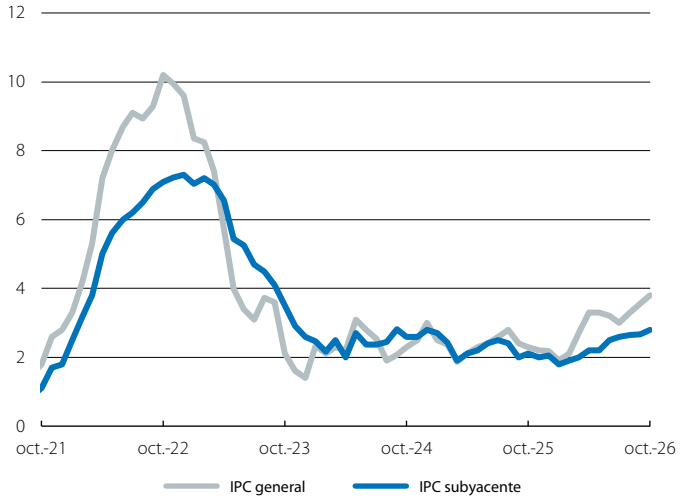
Portugal: PIB



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

Portugal: IPC

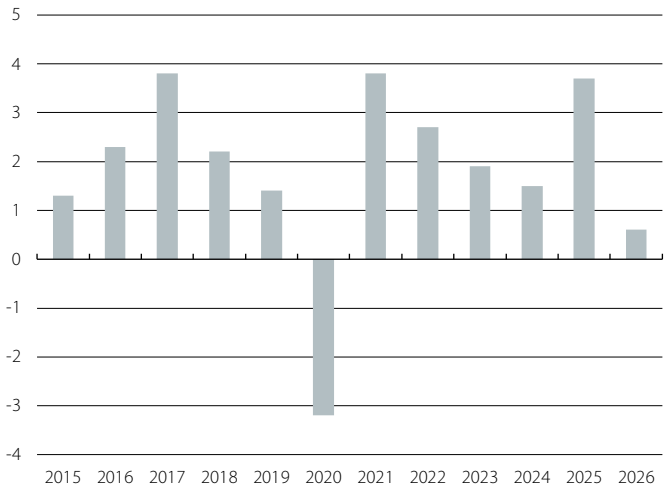
Variación interanual (%)



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

Portugal: empleo

Variación interanual en septiembre (miles de personas)



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	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Índice coincidente de actividad	2,3	2,1	2,4	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,8	0,7	0,6	0,4	–0,8	–2,5	–4,1	–2,7	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–6,2	–4,0	–2,9	–2,1	–3,6	–4,3	–4,4	–4,3	–4,1
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	8,8	18,9	14,8	–2,2	11,0	–31,1	–2,9	...	...
Compraventa de viviendas	14,5	15,5	–4,7	–8,7	–6,4	...	–	–	...
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	8,5	17,4	18,4	17,5	16,7	14,7	14,7	14,2	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	6,3	1,7	1,7	2,1	1,5	18,2	9,3	18,2	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	5,5	10,1	7,7	6,0	8,2	8,5	8,4	8,8	7,5
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,3	5,3	5,3	4,4	3,5	1,5	2,0	0,1	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,9	3,6	3,6	3,5	3,0	2,9	2,9	2,9	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–18,0	–16,2	–15,2	–16,2	–25,6	–21,2	–20,5	–20,6	–23,1
Mercado de trabajo									
Población ocupada	1,2	3,2	3,7	2,3	2,9	1,1	1,0	0,6	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	6,4	6,0	5,8	6,1	5,3	5,5	5,6	5,6	...
PIB	**2,7**	**1,9**	**1,9**	**2,4**	**2,6**	**2,4**	–	–	–

Precios

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
General	2,4	2,3	2,2	2,2	3,3	3,3	3,3	3,6	3,8
Subyacente	2,5	2,2	2,1	1,9	2,3	2,6	2,6	2,7	2,8

Sector exterior

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

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

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

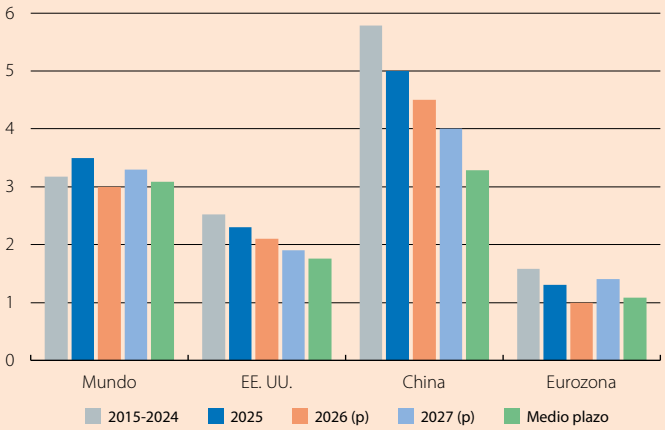
	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	5,4	5,4	6,4	6,9	5,3	5,8	5,3	...
A la vista y ahorro	–0,3	8,1	8,1	7,9	7,3	4,5	5,6	4,5	...
A plazo y preaviso	15,3	3,1	3,1	5,1	6,5	6,0	5,9	6,0	...
Depósitos de AA. PP.	26,7	28,7	28,7	20,4	9,2	23,1	24,9	23,1	...
TOTAL	**7,9**	**6,0**	**6,0**	**6,9**	**7,0**	**5,9**	**6,4**	**5,9**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	1,9	6,6	6,6	7,7	8,2	8,8	8,7	8,8	...
Empresas no financieras	–1,0	2,6	2,6	4,3	4,8	5,2	5,2	5,2	...
Hogares - viviendas	3,0	9,3	9,3	9,8	10,6	11,3	11,2	11,3	...
Hogares - otras finalidades	5,4	7,0	7,0	8,4	8,2	8,6	8,7	8,6	...
Administraciones públicas	0,6	6,4	6,4	3,2	3,2	4,2	6,9	4,2	...
TOTAL	**1,9**	**6,6**	**6,6**	**7,5**	**8,0**	**8,6**	**8,7**	**8,6**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**2,4**	**2,1**	**2,1**	**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.*

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

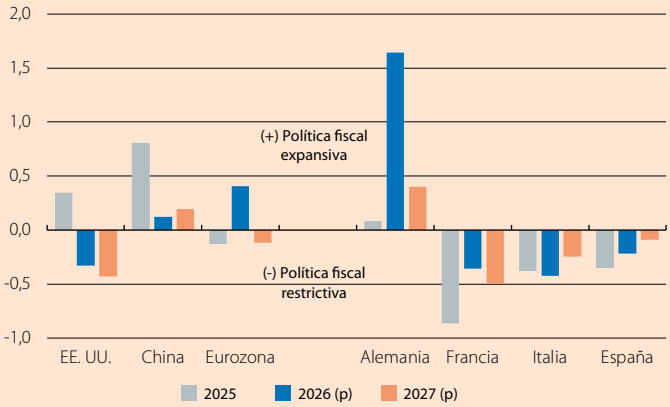
1. BIS (2026). «From Resilience to Robustness?».
2. FMI (2026). «World Economic Outlook: Resilience Under Strain, Urgent Choices».
3. Para más detalle, véase el artículo «2027: Perspectivas monetarias e implicaciones fiscales», en el Dossier de este mismo *Informe Mensual*.
4. FMI (2026). «Fiscal Monitor: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

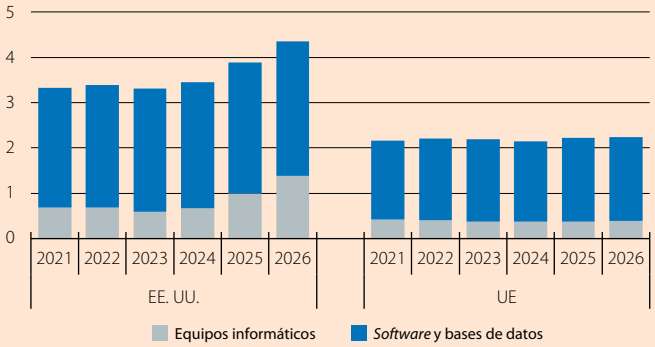
China puede volver a estimular su economía, pero otra expansión de la inversión en infraestructuras y manufacturas agravaría la deuda de los gobiernos locales y los excesos de capacidad, mientras que reactivar indiscriminadamente el sector inmobiliario retrasaría su ajuste. El apoyo fiscal debería reforzar 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]

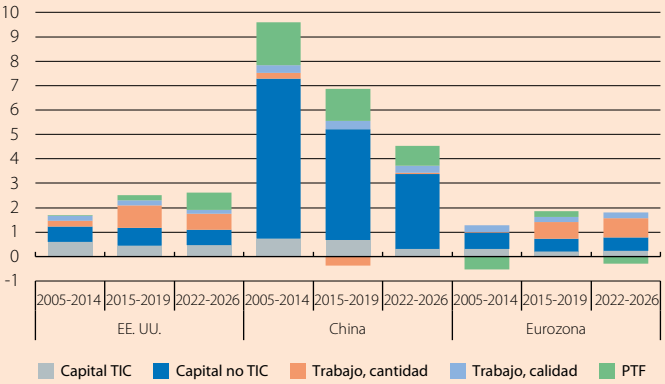
6. Véanse la Nota Breve «Contundente victoria demócrata en las *midterms*, bloqueo a la vista» y el Focus «¿Son relevantes las *midterms* para Trump? ¿Y para EE. UU.?», en el IM10/2026.
7. Estimación a partir de Congressional Budget Office (2025). «Estimated Budgetary Effects of Public Law 119-21 [OBBBA]».
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

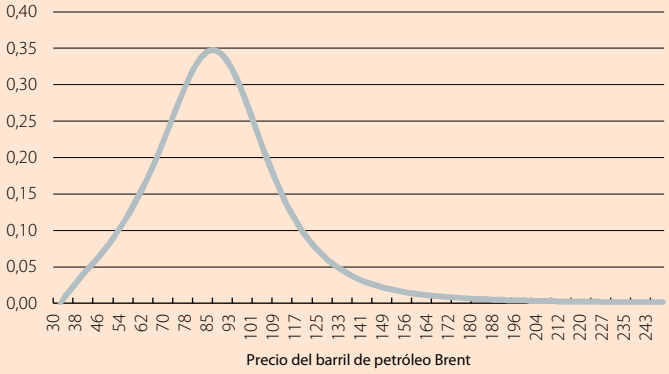
Encaramos el año 2027 con la perspectiva de unos tipos de interés más altos, reflejo del nuevo panorama de inflación y del conflicto en Oriente Próximo. En los últimos meses, Europa y EE. UU. han visto inflaciones cercanas al 4%, empujadas por un encarecimiento de un 20% en la energía que pagan los consumidores, 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.

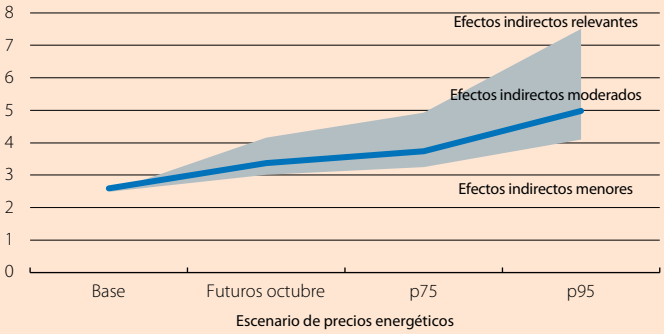
Respecto a nuestro escenario base, anclado en unos futuros energéticos de principios de septiembre, con efectos indirectos modestos y que da una inflación de la eurozona del 2,6% en 2027, la incorporación de los últimos datos y los futuros de gas y petróleo de octubre podría aupar la inflación al rango 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.*

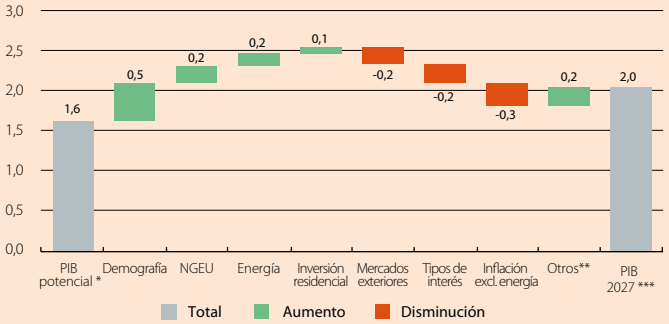
4. El escenario «efectos indirectos relevantes» asume una propagación fuerte: una inflación energética del 20% acerca la inflación núcleo al 5%. Como referencia, tras una inflación energética del 37% en 2022, la inflación núcleo de la eurozona se acercó al 6% durante buena parte de 2023. En el escenario «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.

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:

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.

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel | Apoyando la silvicultura responsable
FSC® C015618