

Economía mundial 2026: ¿resiliencia, transición o disrupción?

El año 2025 se cerrará con la sensación de que los efectos sobre el crecimiento causados por los diferentes *shocks* de oferta y el incremento de la incertidumbre han sido limitados y claramente inferiores a lo esperado tras el ruido causado por las primeras semanas de la presidencia de Donald Trump. La resiliencia sigue caracterizando el comportamiento de la economía mundial, lo que permite que la velocidad de cruce del ciclo económico se mantenga cercana al 3%, aunque persisten las divergencias entre los crecimientos de Europa (1,3%), EE. UU. (1,8%) y Asia (4,5%). La lista de factores que pueden explicar esta solidez de la actividad incluiría un efecto más suave de lo esperado de las subidas de los aranceles una vez evitada la guerra comercial y la flexibilidad de los agentes privados para anticiparse y adaptarse al ruido del nuevo entorno económico, además de la existencia de unas favorables condiciones financieras.

De hecho, tenemos la misma sensación a estas alturas de otoño que en 2023 y 2024, cuando la realidad a cierre de año fue mucho mejor que los escenarios centrales de previsión dibujados a principios del ejercicio. Detrás de este comportamiento de menos a más de las perspectivas económicas, estaría la infravaloración de la capacidad de los agentes económicos para gestionar la incertidumbre y tomar decisiones en tiempos de inestabilidad o, sencillamente, que los ejercicios de previsión se complican cuando los niveles de incertidumbre son elevados. Pero, además de todo lo anterior, la capacidad de resistencia que ha demostrado el ciclo de negocios desde el final de la pandemia estaría reflejando algunas de las bondades de un viejo orden internacional en pleno proceso de transformación. Un marco económico y político (Pax Americana) en el que EE. UU. ha asegurado el equilibrio de una economía mundial abierta al ofrecer bienes públicos esenciales (defensa, seguridad, sistemas de pagos, etc.), mercados abiertos para el comercio y una moneda estable, además de erigirse en prestamista de última instancia en caso de necesidad (vía FMI).

Un entorno, por tanto, con beneficios en términos de estabilidad económica, crecimiento, innovación y optimización de las ventajas competitivas, ahora amenazado por la aparición de un nuevo líder global (China) que está buscando establecer nuevas alianzas y

Previsiones de economía internacional y mercados financieros

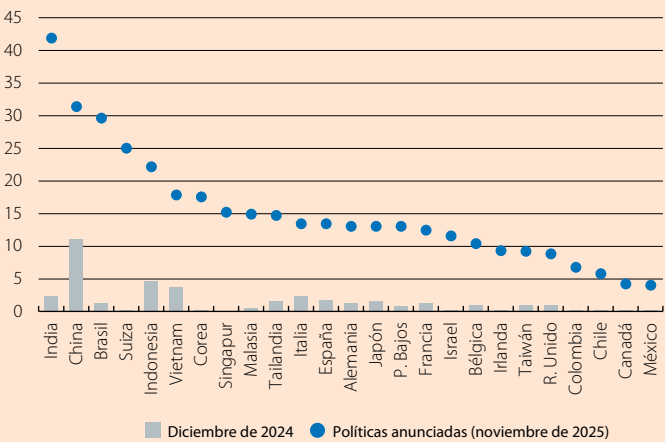
Proyecciones elaboradas el 22/09/2025

	2024	2025	2026
Mundo PIB (interanual)	3,3	3,1	3,1
EE. UU. PIB (interanual)	2,8	1,8	1,9
Eurozona PIB (interanual)	0,8	1,3	1,2
Alemania PIB (interanual)	-0,5	0,2	1,1
China PIB (interanual)	5,0	4,6	4,0
Petróleo (Brent, dólar por barril)	79,8	68,5	65,1
EE. UU. inflación (interanual)	3,0	2,8	2,8
Eurozona inflación (interanual)	2,4	2,1	2,0
BCE – tipo depo (% fin de periodo)	3,0	2,0	2,0
Fed – fed funds rate (% fin de periodo, lower bound)	4,3	3,5	3,0
Euríbor 12M (% fin de periodo)	2,4	2,1	2,2

Fuente: CaixaBank Research.

Arancel efectivo promedio en EE. UU.

Por socio comercial (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de USITC, del BEA, del Departamento del Tesoro y de Comtrade.

dependencias estratégicas en el continente euroasiático, pero también en África y América Latina.¹ Al mismo tiempo, la vieja potencia hegemónica busca reequilibrar el tablero, cobrando de manera más explícita por los servicios prestados (aranceles, gasto en armamento, objetivos de inversión directa, etc.), en pleno reajuste de su política exterior a la nueva realidad. Con algunas paradojas como que el teórico proveedor de estabilidad y protección sea uno de los mayores focos de incertidumbre o que aliados tradicionales de EE. UU. (Europa, Japón, Canadá, Corea del Sur, etc.) puedan ser los más afectados negativamente por los cambios en las reglas del juego.²

De esta manera, la geoeconomía seguirá jugando un papel fundamental de cara a 2026, con la sensación de que el comercio o las finanzas han pasado a ser instrumentos al servicio de objetivos políticos, lo que complicará aún más cualquier ejercicio de previsión. La duda es si la tendencia hacia un mundo más fragmentado se acelerará o, una vez estabilizado el arancel promedio americano en la zona del 16% (2,5% antes del mandato de

1. Véase «La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo?» en este mismo Informe Mensual.
2. Véase Posen, Adam S. (2025). «The New Economic Geography. Who profits in a Post-American World?». Foreign Affairs, volumen 104, n.º 5.

Trump), el fortalecimiento de los vínculos comerciales entre la UE, ASEAN, Canadá o Australia puede compensar en parte los efectos de la reducción de la apertura externa americana. En todo caso, a corto plazo, se seguirán manifestando los efectos del nuevo marco arancelario sobre crecimiento e inflación mientras se termina de perfilar la nueva relación comercial entre EE. UU. y China, que vendrá definida por el equilibrio entre los dos sectores en los que existe una dependencia mutua: tierras raras y microchips.

Por tanto, el año que viene continuará la transición en el reordenamiento del proceso de globalización en el que está inmersa la economía internacional desde la pandemia. En el punto de llegada, el nuevo equilibrio con más división entre bloques económicos supondrá unas pérdidas en crecimiento potencial y bienestar que podrían ser compensadas por los efectos del proceso de innovación ligado a la inteligencia artificial (IA). Proceso que ha tenido una aceleración importante en los últimos tiempos, como ya se percibe en los datos de crecimiento del PIB de EE. UU. en el primer semestre (un 90% explicado por la inversión realizada en *hardware*, *software*, centros de datos, etc.).³ Solo las grandes tecnológicas tienen previsto invertir en partidas relacionadas con la IA cerca de 3 billones de dólares hasta 2030, lo que representa casi un 10% del PIB. El impulso positivo a corto plazo sobre la actividad está asegurado y puede ayudar a compensar los primeros síntomas de debilitamiento en el mercado de trabajo estadounidense, pero la clave será si a medio plazo se va a rentabilizar toda esta oleada inversora. Sobre todo, teniendo en cuenta que se empiezan a detectar estructuras de financiación más apalancadas y circulares, con participaciones cruzadas entre empresas del mismo sector a lo largo de la cadena de valor, lo que puede aumentar el riesgo en el caso de que la rentabilidad sea inferior a la esperada. Adicionalmente, estas interdependencias pueden suponer un freno al proceso de destrucción creativa, al bloquear o demorar la entrada de nuevos competidores.⁴

En definitiva, la gran duda es si la IA puede compensar a medio plazo, vía acumulación de capital y productividad total de los factores, el efecto negativo de la demografía y la fragmentación económica sobre el crecimiento potencial. A lo que probablemente nos abocará en caso de éxito es a una mayor presencia del capital en la producción y una proporción menor para el trabajo, lo que puede suponer un obstáculo adicional para las políticas de consolidación fiscal, pues es más difícil gravar el capital –porque es más móvil– que las rentas del trabajo. Eso sin tener en cuenta que cambios estructurales de este calado suelen exigir un mecanismo de compensación para la transición a la nueva realidad de los perdedores en el proceso de cambio, ya sean empresas o trabajadores. Todo ello, en un contexto en el que la ausencia de espacio fiscal⁵ en buena parte de los países OCDE es uno de los riesgos más importantes del escenario,⁶ sobre todo al tener que abordarse simultáneamente retos como la transición energética, las nuevas necesidades de gasto en defensa o los efectos del envejecimiento de la población.⁷

Si en el caso de EE. UU. las perspectivas fiscales a medio plazo no son muy boyantes, pues el FMI acaba de estimar que la deuda pública puede aumentar hasta el 143% del PIB en 2030, con un déficit que no bajará del 7% en todo el periodo, a corto plazo el foco estará centrado en Europa, con Francia en el ojo del huracán. Desequilibrio fiscal más inestabilidad política constituye un cóctel de difícil digestión, especialmente en un país cuyos ingresos fiscales superan el 50% del PIB y, pese a ello, tiene un déficit primario por encima del 3%. El diagnóstico de los mercados es claro, Francia tiene una situación fiscal más parecida a la de Italia que a la de España o Portugal, lo que ya se ha traducido en un reordenamiento del riesgo-país europeo, reflejado en las primas de riesgo y en los cambios de calificación de las agencias de *rating*.⁸ En el límite, la mayor amenaza es que se terminen testando los mecanismos diseñados en la última década para solventar aumentos del riesgo de fragmentación en Europa (ESM, OMT o TPI).

En definitiva, en 2026 la economía seguirá expuesta a la combinación entre nuevas tendencias de fondo (restricciones a los movimientos comerciales y migratorios, auge de la IA, etc.) y los desafíos a corto plazo (escaso espacio fiscal, valoraciones elevadas en mercados financieros, etc.). Un año en el que otra vez será determinante la capacidad de cuestionar en cada momento los supuestos detrás de las proyecciones económicas, así como la flexibilidad a la hora de tomar decisiones. Con la resiliencia del ciclo de actividad volviendo a ponerse a prueba, entre un mundo que no acaba de morir (globalización, multilateralismo, democracias liberales) y otro que no acaba de nacer. El riesgo estriba en minusvalorar los cambios y pensar que volveremos al *statu quo* anterior, lo que hace muy pertinentes las palabras de Joseph de Maistre refiriéndose a la Revolución francesa: «Durante mucho tiempo lo tomamos como un acontecimiento. Nos equivocamos: fue una época».

José Ramón Díez

3. Véase para un análisis en profundidad de las perspectivas de la economía estadounidense, el artículo «Perspectivas de EE. UU. 2026: resiliencia con fragilidades» en este mismo *Informe Mensual*.

4. Véase Aghion, P., Antonin, C. y Bunel, S. (2021). «El poder de la destrucción creativa». Editorial Deusto.

5. Según el FMI, la deuda pública mundial se puede situar en el 100% en 2029.

6. Véase para más detalles en el caso europeo, el artículo «El dilema fiscal europeo a medio plazo» en este mismo *Informe Mensual*.

7. El FMI estima que todos estos retos pueden crear presiones en el gasto público en Europa equivalentes a casi 6 p. p. de PIB en 2050.

8. También se debe consignar que el mayor giro fiscal en la eurozona es el que se está produciendo en el país con mayor margen presupuestario (Alemania), de la mano de un aumento de la inversión en infraestructuras y defensa que debería arrancar en 2026, con un salto previsto de casi 15 puntos en deuda pública entre 2024 y 2028 y un déficit estructural que se prevé que aumente hasta el 4% del PIB potencial en 2026.

El dilema fiscal europeo a medio plazo

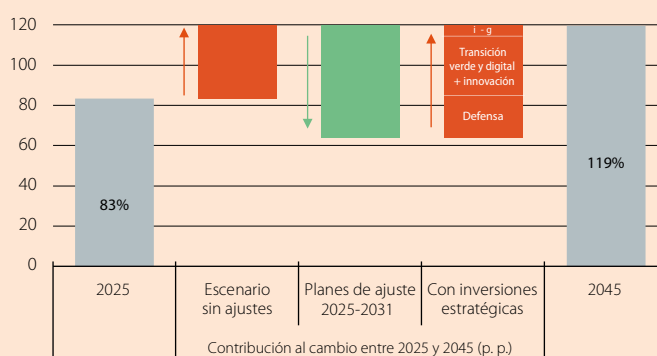
El retorno este año de las reglas fiscales –como garantes de la sostenibilidad de la deuda pública– y la persistente brecha de inversión para abordar las prioridades de la UE en el actual contexto geopolítico conforman un escenario de fricción que hace necesaria una estrategia fiscal coordinada en tiempos e intensidad que excede con mucho el horizonte de los mandatos políticos nacionales y comunitarios, siendo imprescindible superar diferencias y algunos tabús que han caracterizado la historia económica de la UE en otros momentos.

Dos fuerzas contrapuestas: consolidación fiscal vs. autonomía estratégica

Por un lado, la situación de las finanzas públicas europeas emergida tras la pandemia¹ y los efectos del envejecimiento demográfico² abocan a un deterioro fiscal notable en ausencia de medidas compensatorias y llevan a un número creciente de países lejos de las referencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Tomando como base las previsiones de la Comisión Europea para los diferentes Estados miembros, en un escenario sin ajustes, el déficit público agregado para la UE podría ampliarse en 10 años hasta un 5% del PIB (3,2% en 2024) y la ratio de deuda pública acercarse al 100% del PIB (81% en 2024).³ Bajo el nuevo marco de gobernanza fiscal europea, el principal instrumento para corregir estos desequilibrios son los planes fiscales estructurales a medio plazo, en los que los Estados miembros recogen la hoja de ruta para asegurar la sostenibilidad de su deuda pública.⁴ Para aquellos países con necesidad de realizar ajustes, las medidas incluidas en los planes suponen una reducción anual en el déficit estructural primario de 0,5-0,6 p. p. del PIB entre 2025 y 2031 (algunos en cuatro años y otros en periodo extendido de siete años). Y para la deuda pública de la UE en su conjunto, la diferencia con el escenario sin ajustes es muy sustancial, hasta 25 p. p. menos dentro de 10 años y 50 p. p. por debajo en 20 años (véase el primer gráfico). La implementación de los planes a medio plazo es, por lo tanto, crucial para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Y, por otro lado, como han puesto de manifiesto en años recientes la COVID-19, la invasión rusa de Ucrania y el unilateralismo de la nueva Administración Trump, la UE presenta dependencias estratégicas en ámbitos como la defensa, la innovación y la doble transición verde y digital. Así, el informe Draghi publicado en 2024 recogía unas necesidades adicionales de inversión en estas áreas de unos 800.000 millones de euros anuales,⁵ cifra que ahora, tras los compromisos de mayor gasto en defensa adquiridos en la OTAN,⁶ ha sido actualizada por el BCE hasta 1,2 billones (cerca de un 7% del PIB de 2024).⁷ Bajo la hipótesis de que el sector público financia un 25% de estas necesidades adicionales de inversión en los próximos 10 años (un 100% en el caso de defensa por su condición de monopsonio natural), este impulso del gasto podría elevar la deuda pública de la UE en una magnitud que contrarrestaría la reducción que se espera conseguir con los planes de ajuste a medio plazo (véase el primer gráfico).⁸ Por lo tanto, en la búsqueda de una deseada autonomía estratégica en el actual contexto geopolítico, estaríamos de vuelta en la casilla de salida en términos de (in)sostenibilidad de la deuda, con riesgos adicionales de retroalimentación por la presión sobre los costes de financiación de los Estados miembros.⁹

Deuda pública total de países de la UE*
(% del PIB)



Notas: * Cambio entre 2025 y 2045. Previsión de 2025 publicada en el informe de primavera de la Comisión Europea. 'i - g' indica el efecto del cambio en el diferencial entre el tipo de interés (i) y el crecimiento nominal del PIB (g), asumiendo que cada aumento de 1 punto en la ratio de deuda pública incrementa el coste de nueva financiación en 4 p. b., y un multiplicador fiscal de 0,75 para cambios en el saldo estructural primario. Las inversiones estratégicas consideran que el actual gap se cierra de forma progresiva hasta 2035.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea y del BCE.

1. Véase el Focus «Los límites de la deuda: edición 2025» en este mismo *Informe Mensual*.

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

3. Cálculos propios basados en los escenarios remitidos por la Comisión Europea a los Estados miembros antes de la elaboración de los planes fiscales estructurales a medio plazo en 2024-2025.

4. Véase el Focus «El nuevo marco de gobernanza económica de la UE» en el IM01/2025.

5. Véase el Focus «Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas» en el IM10/2024.

6. Véase el Focus «Un 5% del PIB en defensa: ¿por qué? ¿para qué? ¿es factible?» en el IM09/2025.

7. BCE (2025), «Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions».

8. En el escenario de referencia consideramos un aumento progresivo del gasto en defensa hasta el 3,5% del PIB en 2035 (5% para Polonia y las repúblicas bálticas) y de la inversión pública para innovación y la doble transición verde y digital en 1,5 p. p. en el mismo periodo.

9. Baldacci, E. y Kumar, M.S. (2010), «Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yield» estima la sensibilidad del tipo de interés en un rango de 3 a 5 p. b. por cada p. p. de incremento en la ratio de deuda pública. De esta forma, *ceteris paribus*, el incremento de inversión pública para finalidades estratégicas podría elevar entre 0,75 y 1,25 p. p. el coste de nueva financiación en 10 años y entre 1,5 y 2,5 p. p. en 20 años respecto al escenario con ajustes bajo las nuevas reglas fiscales.

Palancas de mitigación hacia un nuevo equilibrio

En este escenario, una estrategia fiscal creíble debería combinar cierta flexibilidad a corto plazo para cerrar la brecha de inversión –extendiendo al resto de áreas críticas la cláusula de escape para gasto en defensa activada este año y aumentando la financiación conjunta de bienes públicos comunitarios– con el requisito imprescindible de una mayor eficiencia en el gasto público y la construcción de unas bases sólidas para un mayor crecimiento potencial. Dicha estrategia permitiría abordar el necesario proceso de consolidación fiscal a medio plazo, que, siendo más realista, podría implicar una referencia de llegada más elevada para la ratio de deuda pública –más cerca del 90% del PIB que del 60% actual–, algo que de hecho está implícito en los planes de estímulo de la propia Alemania.¹⁰

La aspiración de aumentar el crecimiento económico de la UE es indisoluble del debate fiscal. Un mayor ritmo de avance de la actividad permitirá ampliar la base de ingresos y «absorber» deuda pública con mayor rapidez, conteniendo también la presión sobre los costes de financiación que una nueva ancla fiscal a medio plazo pudiera conllevar (véase el segundo gráfico).¹¹ Con este objetivo, las inversiones antes señaladas deben canalizarse a través de proyectos de impacto en términos de autonomía estratégica y alcance macroeconómico en la UE –con un creciente peso del valor añadido europeo–. Además, tal y como recogen los objetivos de la Brújula de la Competitividad, es necesario avanzar en paralelo con la agenda reformadora, incluyendo la simplificación regulatoria, una mayor integración del mercado único, nuevos instrumentos de financiación dentro de una unión de capitales, y la revisión del marco de competencia y ayudas de Estado para impulsar proyectos europeos con dimensión comunitaria.¹² Como señaló el propio Draghi en el aniversario de su informe, urge acelerar la adopción e implementación de esta ambiciosa agenda para generar un círculo virtuoso con mayor participación de capital privado y menores exigencias para las cuentas públicas.¹³

Respecto al papel que puede desempeñar la financiación conjunta para cubrir necesidades estratégicas, la emisión de deuda mancomunada ha mostrado su potencia ante *shocks* de elevada magnitud acompañados de estrés en los mercados financieros, facilitando la implementación y rebajando el coste de políticas contracíclicas a corto plazo, y aliviando la tensión sobre las finanzas públicas a medio plazo.¹⁴ Sin embargo, en «tiempos normales» y en ausencia de una estructura federal completa, el recurso a la financiación conjunta (ya sea vía mercados o a través del presupuesto comunitario) no parece estar tan justificado por su garantía de la sostenibilidad fiscal conjunta de la UE –al fin y al cabo, es deuda que deberán devolver los Estados miembros– como en las ganancias potenciales de eficiencia en áreas donde el gasto público nacional está fragmentado, como las redes transeuropeas de energía y transporte, o unas capacidades mínimas de defensa coordinada a nivel comunitario. Dicho esto, los 530.000 millones de euros que propone la Comisión Europea para financiar inversiones estratégicas en el horizonte 2028-2034 –incluido el nuevo Fondo de Competitividad y mayores recursos para la facilidad *Connecting Europe*– se antojan una cifra reducida, ya que su parte incremental respecto al presupuesto anterior es apenas equivalente a un 4% del *gap* total estimado por el BCE.¹⁵ Un incremento del 25% de estos fondos permitiría financiar hasta un 20% de las inversiones públicas en áreas estratégicas en los próximos años.¹⁶

Consolidación sí, pero adaptada a los nuevos tiempos

Un mayor crecimiento económico potencial, una mayor eficiencia en el gasto público, un mayor grado de cofinanciación en bienes públicos comunitarios y una mayor flexibilidad en las reglas fiscales son palancas claves de mitigación para la sostenibilidad de la deuda pública europea. Sin embargo, es probable que no resulten suficientes ante posibles *shocks* futuros y cierta dosis de consolidación adicional siga siendo necesaria a medio plazo, aunque tendría una magnitud mucho más limitada

10. Zettelmeyer, J. (2025), «What does German debt brake reform mean for Europe?», y Darvas, Z., Welslau, L. y Zettelmeyer, J. (2025), «What Germany's medium-term fiscal plan means for Europe».

11. Estimamos que, más allá del efecto multiplicador de las inversiones estratégicas, un incremento del crecimiento medio anual del PIB nominal en 0,5 p. p. los próximos cinco años y en 1 p. p. a partir de entonces podría reducir la ratio de deuda pública de la UE en unos 15 p. p. dentro de 20 años.

12. Véase el Focus «Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE» en el IM04/2025.

13. Draghi, M. (2025), «High Level Conference – One year after the Draghi report: what has been achieved, what has changed».

14. Burriel, P., Kataryniuk, I. y Pérez, J. J. (2022), «Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool».

15. Véase el Focus «Presupuesto 2028-2034 para la UE: ¿misión imposible?» en el IM09/2025.

16. De hacerse con financiación conjunta, estimamos que la ratio de deuda nacional del conjunto de países de la UE podría ser unos 10-12 p. p. inferior en 2045, frente a un aumento algo menor en la deuda comunitaria, resultado del impacto diferencial en el coste de financiación.

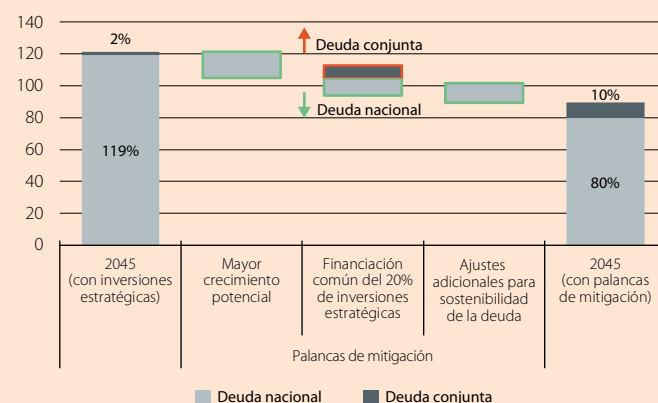
que los planes de ajuste aprobados para los próximos años (véase el segundo gráfico).¹⁷ Este camino será más fácil de recorrer en la medida en que sea progresivo, pero persistente, integrado en una estrategia fiscal creíble y coordinada entre los Estados miembros.

Desde el punto de vista de los ingresos, la estructura impositiva debe favorecer el crecimiento económico y eliminar las distorsiones en la eficiencia de los mercados, al tiempo que contribuye, con una recaudación suficiente y una adecuada progresividad, a mitigar las desigualdades sociales y territoriales que surjan en la transición hacia una economía europea más autónoma y competitiva a nivel global. Y por el lado del gasto, unido al hecho de que la mayor inversión estratégica vaya a dirigirse a áreas más productivas, es conveniente realizar un seguimiento continuo sobre la eficiencia y el impacto de las políticas públicas, así como evaluar los efectos que el cambio en la composición de los presupuestos vaya a tener sobre el crecimiento y la distribución de la renta.¹⁸

Vemos, por lo tanto, que conciliar la sostenibilidad de la deuda pública con el impulso a la autonomía estratégica europea es un reto de enorme complejidad, marcado por tensiones entre disciplina fiscal, inversiones necesarias y exigencias geopolíticas. Cada avance en uno de estos frentes implica ajustes y riesgos en los demás, lo que exige una coordinación ambiciosa y flexible entre los Estados miembros, bajo la disciplina continua de los mercados financieros y con la complicación adicional de una creciente fragmentación política interna. La magnitud y la interdependencia de los desafíos tratados en este análisis evidencian la dificultad de alcanzar un equilibrio duradero, pero la inacción o la falta de ambición podrían dejar a la UE rezagada frente a otras potencias globales en términos de bienestar y con un desafío de endeudamiento mucho mayor que el actual.

Deuda pública total de la UE en 2045*

(% del PIB)



Notas: * Cambio respecto a escenario con inversiones estratégicas. La deuda pública total de la UE incluye la deuda nacional de los Estados miembros y la deuda conjunta. El saldo de la deuda conjunta previsto para 2045 se corresponde con la amortización progresiva de la financiación para el NGEU. El escenario de mayor crecimiento potencial asume un aumento progresivo de 0,5 p. p. hasta 2030 y hasta 1 p. p. a partir de 2035. La diferencia entre lo que aumenta la deuda conjunta para financiar un 20% de inversiones estratégicas y lo que se reduce la ratio de deuda nacional viene explicada por el impacto en el coste de financiación. Los ajustes adicionales para la sostenibilidad de la deuda pública se materializan en un aumento progresivo del saldo estructural primario a partir de 2029, cuando finaliza la aplicación de la cláusula de escape para el gasto en defensa (aquí extendida a otras inversiones estratégicas). Los efectos consideran el impacto vía multiplicador fiscal y tipos de interés de la nueva financiación.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea y del BCE.

David Martínez Turégano

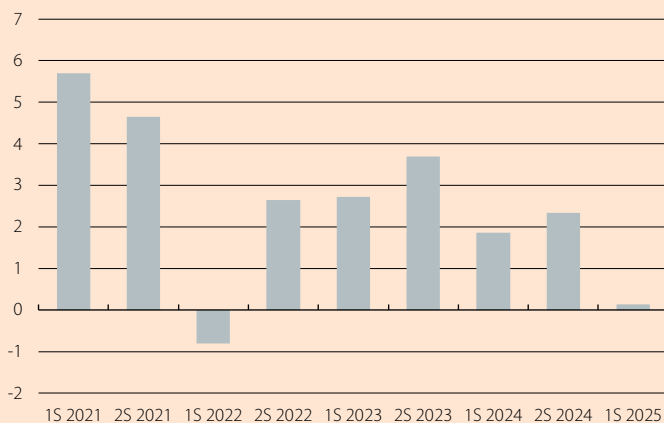
17. Según estimaciones propias, la estabilización de la ratio de deuda pública a partir de 2045 requeriría un incremento del saldo estructural primario equivalente a la reducción de entre 10 y 15 p. p. del PIB en el endeudamiento de la UE. Para los países con niveles por encima del 90% del PIB, se considera su convergencia a este nivel o, si es superior, al nivel que se esperaría tras los ajustes en los planes de ajuste a medio plazo (sin inversiones estratégicas).

18. FMI (2025), «Fiscal Monitor: Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth».

Perspectivas de EE. UU. 2026: resiliencia con fragilidades

La economía de EE. UU. ha mostrado una notable capacidad de resistencia en 2025, pese a enfrentarse a un entorno complejo marcado por tensiones comerciales, tirantezas de política interna e incertidumbre. A pesar de estos obstáculos, el crecimiento alcanzó un 1,6% (anualizado) en la primera mitad del año, impulsado principalmente por el dinamismo de la inversión en activos ligados a la inteligencia artificial (IA) y por un consumo privado que, aunque modera su crecimiento, sigue aportando a la actividad.

EE. UU.: crecimiento del PIB excluida la inversión en equipo de procesamiento de información y software (% anualizado)



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

De cara a 2026, las perspectivas son positivas. Proyectamos un ritmo de crecimiento cercano al potencial (2%) sustentado principalmente en la continuidad del vigoroso ciclo de inversión privada, vinculado en especial a la IA. Otra fuente de apoyo será una política monetaria que transita hacia una posición más neutral, además de una política fiscal expansiva que mantiene estímulos a corto plazo. Ahora bien, estos pilares también conllevan riesgos a medio plazo, con dudas sobre la rentabilidad de la oleada de inversión en IA, la salud de las cuentas públicas y la sostenibilidad de la deuda, la capacidad de la Fed de transitar hacia la neutralidad y el telón de fondo de riesgos más directamente ligados a las medidas de la nueva Administración Trump. Entre estos, destacan el impacto sobre el mercado laboral, los salarios y la actividad de las políticas migratorias restrictivas, la reconfiguración de las instituciones estadounidenses y las persistentes tensiones arancelarias.

El auge de la inversión en IA lidera el crecimiento

En 2025, la inversión privada en tecnología e IA ha sido la gran impulsora del crecimiento. El gasto en equipos de procesamiento de información (ordenadores, servidores) y *software* creció en la primera mitad del año a tasas anuales del 35% y del 23%, respectivamente, y aportó 1,4 p. p. a un crecimiento total del 1,6%. Sin este empuje de la inversión en tecnología, el PIB prácticamente no habría crecido.

El epicentro del auge está en Silicon Valley, donde un grupo reducido de grandes compañías¹ ha invertido, en la primera mitad del año, cerca de 194.000 millones de dólares en infraestructura y centros de datos. Se estima que la cifra llegará a 368.000 millones al cierre de 2025 (equivalente al 1,2% del PIB) y que podría alcanzar 432.000 millones en 2026, más del doble de lo invertido en 2023. A ello se suman los proyectos de empresas como OpenAI y las cuantiosas inversiones necesarias para reforzar la red eléctrica y la producción de chips, donde destacan actores como Nvidia.

A corto plazo, este *boom* inversor tiene un efecto claramente positivo sobre la economía. Pero la concentración del crecimiento principalmente en un motor plantea riesgos. Si el viento de cola tecnológico se debilita, podrían quedar al descubierto debilidades de fondo: un consumo más frágil, un mercado laboral que se ha empezado a enfriar y los efectos inflacionarios de los aranceles que, aunque han sido limitados hasta el momento (en parte por la acumulación de inventarios y compras anticipadas en el 1T 2025), podrían intensificarse a medida que se agoten los colchones de existencias.

Además, surgen dudas sobre la sostenibilidad del auge. Las empresas se enfrentan a retos operativos para escalar su infraestructura, mientras que aún no está claro el verdadero impacto de la IA sobre la productividad ni su capacidad para generar beneficios sostenibles. Si las expectativas no se cumplen, podría producirse a medio plazo una corrección en las valoraciones bursátiles, con implicaciones financieras que serán más o menos amplias en función del aumento del crédito y la deuda que acompañe al *boom* inversor los próximos años.² Otro posible factor de amplificación viene de la mano del aumento de estructuras de financiación más apalancadas y circulares, con participaciones cruzadas entre empresas del mismo sector a lo largo de las cadenas de valor.

La palanca monetaria

En el frente monetario, la Reserva Federal se encuentra en plena transición desde una postura que califica como moderadamente restrictiva hacia una más neutral. Actualmente, el tipo *fed funds* se sitúa en el rango del 3,75%-4,00% y esperamos que a finales de 2026 se sitúe en el 3,00%-3,25%. El giro responde a un deterioro del mercado laboral: la creación de empleo se ha enfriado, la contratación disminuye y el desempleo ha comenzado a repuntar. Aunque la inflación sigue por encima del objetivo del 2%, la Fed

1. En particular nos referimos a Amazon, Microsoft, Meta, Alphabet, Oracle, Apple y Tesla.

2. Por ejemplo, según estimaciones de Morgan Stanley y Bloomberg, de las inversiones que harán las grandes tecnológicas entre 2026 y 2028 en centros de datos, el 50% será financiado con flujo de caja de las empresas, el 30% por crédito privado y el restante 20% por otras fuentes. Véase Ren, S. (2025, 2 de octubre), «AI Data Centers Give Private Credit Its Mojo Back», Bloomberg.

busca evitar un enfriamiento excesivo del empleo que comprometa la actividad.

No obstante, el consenso dentro del FOMC es limitado: un grupo de miembros aboga por cierta prudencia y otro presiona por recortes más agresivos. En un contexto en que los dos mandatos –estabilidad de precios y pleno empleo– tiran en direcciones opuestas, el margen de error es estrecho, y el camino de los tipos de interés es incierto. En palabras de Powell, los próximos recortes están «lejos» de ser garantizados.

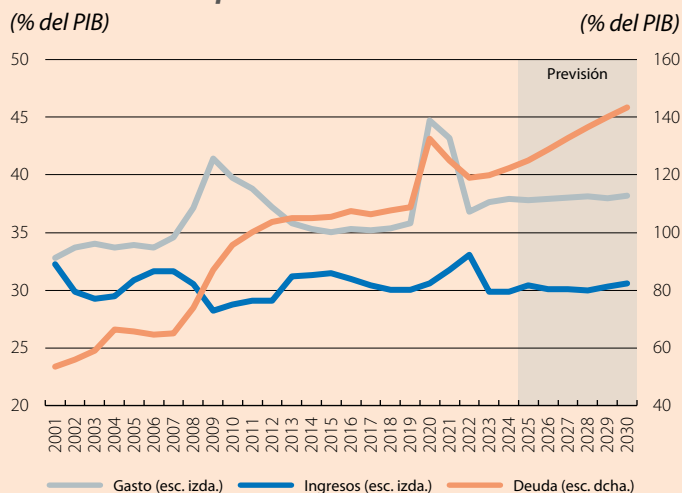
A esta incertidumbre se suma un riesgo institucional. En 2025, la Casa Blanca intensificó su presión sobre la Fed, proponiendo nombramientos afines y generando cierto debate sobre la independencia del banco central. El intento de destituir a la gobernadora Lisa Cook marcó un precedente inusual, y el nombramiento de Stephen Miran –economista afín al presidente Trump– despertó recelos. Miran ha expresado posturas divergentes respecto al resto del FOMC, contribuyendo a la mayor dispersión de proyecciones de tipos de interés entre los miembros de la Fed en su reunión de septiembre (en la que suele haber mayor consenso sobre los tipos para final de año) de los últimos 13 años, como se aprecia en el segundo gráfico. Aunque no vemos señales claras de que la Fed vaya a perder su independencia, y confiamos en que la mayoría de sus miembros seguirán actuando con el objetivo de cumplir sus mandatos, este tipo de tensiones institucionales añade incertidumbre al entorno económico y financiero, cuando, además, en 2026, se renuevan al menos dos puestos del Consejo.³

Perspectivas fiscales

En julio de 2025 entró en vigor la ley OBBBA (*One Big Beautiful Bill Act*), que hace permanentes la mayoría de las rebajas fiscales aprobadas en 2017 y añade nuevas reducciones temporales.⁴ También permite que las empresas deduzcan de inmediato ciertos gastos de capital, incentivando la inversión a corto plazo.

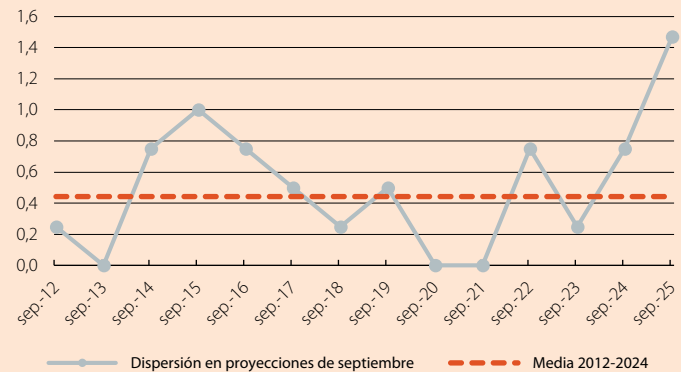
Estas medidas ayudan a sostener el crecimiento a corto plazo, pero a costa de un mayor deterioro de las cuentas públicas. Así, todo apunta a que este año el déficit público se mantendrá en torno al 7% del PIB –el doble del promedio previo a la pandemia–, y las previsiones apuntan a que seguirá en ese nivel durante varios años. El aumento de la recaudación por aranceles muy probablemente no compensará el aumento del gasto público previsto. El FMI estima que, de mantenerse esta tendencia, la deuda pública bruta podría superar el 140% del PIB hacia el final de la década, un aumento muy considerable en poco tiempo si tenemos en cuenta que espera que cierre este año en el 122%. En otras palabras, el impulso fiscal de hoy podría convertirse en una carga mañana.

EE. UU.: cuentas públicas



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

Dispersión en las proyecciones del nivel de tipos para fin de año (reuniones FOMC - septiembre) (p. p.)



Notas: Dispersión se refiere a la diferencia entre el tipo máximo y el tipo mínimo proyectado en el dot plot. El tipo máximo proyectado en septiembre de 2025 es 4,375% y el tipo mínimo (el de Miran) es de 2,875%.

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

Un optimismo cauteloso

En conjunto, la economía de EE. UU. encara 2026 con una mezcla de fortaleza y vulnerabilidad. La resiliencia demostrada en 2025 ha superado las expectativas, y los dos motores –inversión en IA y nuevos recortes de tipos– auguran otro año de crecimiento sólido. Sin embargo, el panorama no está exento de riesgos. Es cierto que el auge tecnológico podría prolongarse y, si las mejoras en productividad se materializan, sus beneficios se extenderán más allá de 2026. Pero si la rentabilidad de las inversiones no cumple lo esperado, el impacto negativo sobre el crecimiento y los mercados financieros sería significativo a medio plazo. La Fed enfrenta dilemas internos y presiones externas mientras persisten riesgos laborales, arancelarios y políticos, con el deterioro de las cuentas públicas como telón de fondo.

Isabela Lara White

3. En enero, se renueva el puesto que ocupa Miran, quien, desde septiembre de 2025, está finalizando el mandato de Adriana Kugler. El mandato de Powell como presidente del FOMC vence en mayo y, aunque su puesto de gobernador no acaba hasta 2028, sus predecesores han renunciado al Consejo al acabar sus mandatos como *chairman*.

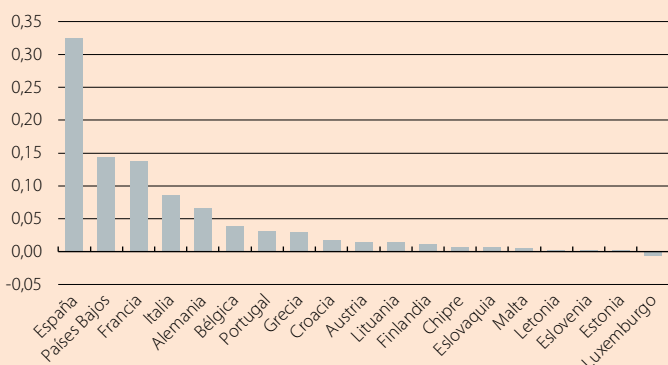
4. Como la exención del impuesto sobre la renta para las propinas o las horas extra.

Buenas perspectivas de crecimiento para la economía española en 2026

Balance positivo de 2025

Pese a un 2025 marcado por tensiones comerciales globales, la economía española ha mostrado un sólido dinamismo. Se estima que el PIB crecerá un 2,9%, muy por encima del 1,3% de la eurozona, lo que sitúa a España, junto con Irlanda, como principal motor económico de la región (véase el primer gráfico).

Eurozona: contribución al crecimiento del PIB por países en el primer semestre de 2025 (p. p.)



Nota: * Excluimos Irlanda dado el comportamiento anómalo en el 1T 2025, cuando la economía creció un 7,5% intertrimestral impulsada por los resultados de las multinacionales ubicadas en el país.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

La economía española ha completado en 2025 el viraje hacia la demanda interna como principal motor de crecimiento, impulsada por el consumo privado y la inversión. Estos dos componentes explican la totalidad del avance del PIB en 2025. De acuerdo con nuestras previsiones, la ligera contribución del consumo público, de 0,3 p. p., quedará contrarrestada por el aporte negativo del sector exterior. Esta aportación negativa no hay que tomarla como un mal dato: las exportaciones españolas han mantenido un avance muy sólido –prevemos que crezcan un 4,2% interanual–, apoyadas especialmente en el dinamismo de los servicios no turísticos. Las exportaciones, por sí solas, en 2025 aportarán 1,5 p. p. al crecimiento anual del PIB, aunque esta aportación se está viendo más que compensada por la fortaleza del crecimiento de las importaciones, que han tenido que alimentar el fuerte tirón de la demanda interna. En suma, 2025 deja a la economía española con una inercia muy positiva para afrontar 2026.

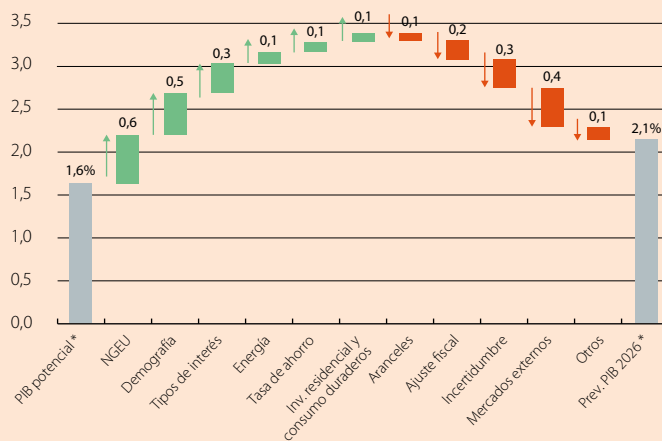
Perspectivas para 2026: desglosando los motores del crecimiento

Prevedemos que el PIB español crecerá un 2,1% en 2026. Este crecimiento se desglosa en varios factores (véase el segundo gráfico). Partimos de un ritmo de crecimiento subyacente (o «potencial») estimado en torno al 1,6% anual –es decir, la velocidad a la que podría crecer el PIB español considerando la tendencia productiva de fondo–, al que se van añadiendo otros factores.¹

Por el lado positivo, varios canales seguirán empujando la actividad económica española:

- **Fondos europeos (NGEU):** en 2026, un año clave, pues en agosto se deberán haber cumplido todos los hitos del Plan de Recuperación, se acelerará la inversión vinculada a los fondos europeos. Prevedemos que se ejecuten unos 17.500 millones en subvenciones (frente a los ~15.000 millones de 2025)² y se avance en los proyectos financiados con préstamos. Esta inyección de fondos podría aportar 0,6 p. p. al crecimiento del PIB.
- **Impulso demográfico:** en 2026, la inmigración seguirá impulsando el crecimiento poblacional, que se estima en un 0,8%, muy por encima del 0,3% anual previo a la pandemia. Al incorporar este diferencial, el aumento adicional de población se traduciría en cerca de 0,5 p. p. de crecimiento al PIB. Este impulso demográfico contribuirá a que continúe la fortaleza del mercado laboral –prevemos un crecimiento de la ocupación del 2% en 2026–.
- **Condiciones financieras razonablemente acomodaticias:** la política monetaria seguirá siendo un apoyo neto para la economía española durante 2026. Si bien no se esperan nuevos recortes de tipos de interés, la economía, y en especial la inversión, continuará beneficiándose de la transmisión de las bajadas de tipos que tuvieron lugar en 2024 y 2025. Este canal podría aportar

PIB 2026: desglose del crecimiento (p. p.)



Notas: Variación anual (%). * PIB potencial corregido por el impacto del fuerte crecimiento demográfico y los fondos NGEU.

Fuente: CaixaBank Research.

1. Para limpiar 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, del 0,3% anual, y, además, hemos reducido la inversión anual por la cuantía estimada proveniente de los fondos NGEU.

2. De esta forma se habrían ejecutado los 80.000 millones de transferencias del Plan de Recuperación.

tar 0,3 p. p. al crecimiento del PIB, con especial impacto en la inversión en equipo, todavía solo un 6,4% por encima del nivel prepan-demia, frente al 10,0% del PIB.

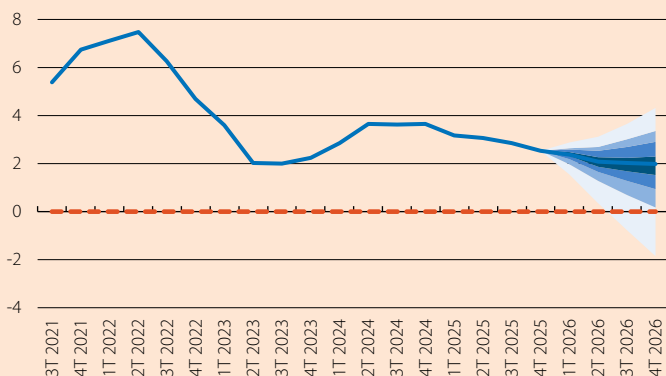
- Alivio en los precios energéticos: se espera que en 2026 los precios del petróleo y del gas bajen ligeramente respecto a 2025, lo que reduciría costes para empresas y hogares y aportaría un pequeño impulso al crecimiento económico.
- Consumo privado y ahorro: el elevado crecimiento de la renta bruta disponible, impulsada por la fortaleza del mercado laboral, ha permitido un aumento sustancial de la tasa de ahorro de los hogares. Prevemos que la tasa de ahorro se mantenga en 2025 en cotas cercanas al 13% de la renta bruta disponible y proyectamos un suave descenso en 2026 como consecuencia de una menor incertidumbre y la reducción reciente de los tipos de interés. Esta disminución de la tasa de ahorro ayudará a mantener el dinamismo del consumo privado e impulsará ligeramente el crecimiento del PIB en 0,1 p. p.
- Inversión residencial en auge: la construcción de vivienda transitará una fase expansiva en 2025 y 2026. Se prevé que los visados de obra nueva pasen de 128.000 en 2024 a 140.000 en 2025 y 150.000 en 2026, respondiendo a la alta demanda. Las viviendas iniciadas en 2025 seguirán generando actividad en 2026, ya que la construcción de vivienda se prolonga más de un año, y el consumo de bienes duraderos ligados al hogar también crecerá. Este canal en conjunto aportaría 0,1 p. p. al crecimiento del PIB.³

Por supuesto, no todos los factores empujarán al alza. También identificamos varios vientos en contra que moderarán el crecimiento en 2026:

- Debilidad del entorno exterior: el principal freno provendrá del sector externo, dado que nuestros mercados de exportación crecerán en 2026 por debajo de su media histórica, aún afectados por las secuelas del reciente conflicto arancelario y la debilidad económica de nuestros principales socios comerciales europeos.⁴ Esto podría restar 0,4 p. p. al crecimiento del PIB. Adicionalmente, hay que considerar el impacto directo de las barreras comerciales: los aranceles que EE. UU. impuso a las importaciones europeas a lo largo de 2025 aún tendrán un impacto negativo sobre el crecimiento de 2026, restando aproximadamente 0,1 p. p.
- Incertidumbre global y ajuste fiscal: otros elementos adversos, aunque de menor magnitud, podrían pesar ligeramente. La incertidumbre global –si bien más baja que en 2025– continuará siendo un lastre para decisiones de inversión y consumo. Además, se prevé una política fiscal más contractiva (excluido el efecto de los fondos NGEU), con ingresos públicos al alza y un crecimiento del gasto más moderado, lo que implicará un ajuste del déficit y una ligera contención de la demanda interna.

España: PIB

Variación interanual (%)



Nota: El grado de transparencia del sombreado es un indicador de la probabilidad de desviación respecto a las previsiones que manejamos. En este sentido, colores más claros se traducen en una probabilidad de ocurrencia menor. A modo de referencia, la banda más clara en la parte baja del gráfico delimita el percentil 10 y 20 de la distribución.

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

En conjunto, prevemos un crecimiento del 2,1% en 2026, una cifra sólida pero algo inferior a la de 2025. Esta moderación se explica porque varios apoyos clave ya impulsaron la economía en 2025. En concreto, la aportación al crecimiento de la demografía, los tipos de interés y el sector turístico será similar en 2026 que en 2025. Tan solo la aportación de los fondos NGEU se espera que sea superior. En contraposición, ahora ganan peso factores como el menor dinamismo exterior y la transición hacia una fase más madura del ciclo económico.

Intervalos de confianza: cuantificando la incertidumbre

Como toda previsión, nuestro escenario está sujeto a incertidumbre. Por eso presentamos intervalos de crecimiento con sus respectivas probabilidades asociadas. Utilizamos para ello el modelo macroeconómico para la economía española de CaixaBank Research.⁵ En el tercer gráfico se muestra la evolución del crecimiento del PIB que esperamos hasta el 4T 2026 y las posibles desviaciones respecto a nuestras previsiones. De acuerdo con este análisis, con un 40% de probabilidad el crecimiento anual del PIB de 2026 se situará entre el 1,5% y el 2,7%.

Con una probabilidad del 60%, caso que ya incorpora la posibilidad de que se materialicen *shocks*, tanto en negativo como en positivo, de una magnitud relativamente elevada, el crecimiento se situaría entre el 1,0% y el 2,9%. De este modo, podemos decir, con un elevado grado de confianza, que la economía española seguirá creciendo a un buen ritmo el próximo año.

Oriol Carreras Baquer

3. Este cálculo es la aportación al crecimiento del PIB en exceso de la aportación que resultaría si esta categoría creciera al ritmo marcado por el crecimiento del PIB potencial.

4. El crecimiento de nuestros principales mercados de exportación fue de un 3,5%, en promedio anual, entre 2014 y 2024. Para 2026, prevemos un avance del 1,9%.

5. Se trata de un modelo semiestructural de equilibrio general de la economía española, donde el corto plazo está determinado por la demanda agregada, mientras que a largo plazo la demanda y la oferta agregadas se igualan. Véase https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2022/12/14/34454/wp-320-modelo-semiestructural-de-caixabank-research-para-espana_0.pdf.