

El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.

Las claves económicas del mes de febrero de 2026

Claves para aumentar la productividad

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

La geopolítica sigue marcando el compás de los mercados. La geopolítica sigue marcando el compás de los mercados. 2026 arrancó con un nuevo repunte de las tensiones geopolíticas, desde Venezuela a Irán, pasando por el conflicto diplomático entre EE. UU. y Europa por Groenlandia. Todo ello generó movimientos de aversión al riesgo y un nuevo repunte de la volatilidad en los mercados financieros. En Asia, la preocupación por las perspectivas fiscales de Japón presionó los tipos de interés y la divisa nipona.

El dólar y la independencia de la Fed en el foco. Lastrado por la incertidumbre geopolítica y las tensiones comerciales, el dólar estadounidense se debilitó en enero y el euro llegó a cotizar por encima de 1,20 dólares por primera vez en cuatro años. Otras divisas refugio capitalizaron la situación y el franco suizo alcanzó máximos históricos frente al dólar (llegó a superar los 1,30 dólares por franco). La divisa estadounidense también se vio presionada por la preocupación sobre la independencia de la Fed, especialmente cuando se supo que el Departamento de Justicia está investigando Jerome Powell. Sin embargo, el dólar recuperó algo de terreno hacia principios de febrero, después de que Trump anunciara la nominación de Kevin Warsh como candidato para presidir la Fed cuando venza el mandato de Powell el próximo mayo. Warsh fue gobernador de la Fed entre 2006 y 2011 y mantuvo una postura crítica con su expansión del balance y un sesgo restrictivo en los tipos de interés, pero en el último año sus declaraciones han sido alineadas con las tesis de Trump en favor de bajar los tipos de interés. Los mercados recibieron este anuncio de manera favorable, con un fortalecimiento del dólar y de la expectativa de dos recortes de tipos este año.

Las materias primas capitalizan la incertidumbre global. El precio del barril de Brent, que había iniciado el año en torno a 60 dólares condicionado por un entorno de sobreoferta, repuntó hasta los 70 dólares ante las tensiones en Irán y el temor de posibles interrupciones de suministro. La referencia de gas europeo llegó a tocar los 42 €/MWh. Sin embargo, a principios de febrero, los precios tanto del gas como del crudo se moderaron ante la distensión del conflicto de EE. UU. con Irán. Por otro lado, el oro superó la barrera de los 5.000 \$/onza, llegando incluso a rozar los 5.600 \$/onza, y la plata se revalorizó más de un 40%. En términos acumulados, desde inicios de 2025, llegaron a alcanzar ganancias de casi el 100% y 300%, respectivamente, si bien a principios de febrero ambos metales sufrieron una abrupta y fuerte corrección.

La Fed cambia el tono y mejora la valoración del entorno macroeconómico y mantiene el tipo de interés de referencia sin cambios en el 3,50%. La Fed no tiene prisa en bajar los tipos y se retrasa la expectativa de la siguiente bajada de marzo a junio. Por su parte, el BCE no sorprendió y mantuvo el tipo de referencia en el 2%, enfatizando la necesidad de no sobre-reaccionar a pequeñas variaciones de los datos, y presentó un mapa de riesgos inflacionistas y desinflacionistas equilibrado. La expectativa de los mercados financieros sobre el BCE sigue siendo de una política monetaria estable a lo largo de 2026. En este contexto, las rentabilidades soberanas de la eurozona se mantuvieron relativamente planas, con primas de riesgo periféricas estables salvo en Francia, donde la prima cayó unos 15 p. b., hasta alrededor de 58 p. b., su mínimo en 18 meses, reflejo de una buena recepción de los mercados de la aprobación de los presupuestos para 2026, que, finalmente, consiguió el primer ministro Lecornu (este presupuesto permitiría rebajar el déficit en 2026 hasta el 5,0% del PIB, desde el 5,4% estimado en 2025).

La economía global, a pesar de todo, resiste. Un final de 2025 mejor de lo esperado. En el 4T 2025, el PIB de la eurozona registró un crecimiento del 0,3% intertrimestral, lo que sitúa el avance para el conjunto del año en el 1,5% (vs. 0,9% en 2024). Alemania aceleró hasta el 0,3% en el 4T, tras estancarse el trimestre previo, lo que lleva su crecimiento medio de 2025 al 0,3%, tras dos años de caída. Italia también avanzó un 0,3% en el 4T (vs. 0,1% anterior), lo que situó el crecimiento medio de 2025 en el 0,7%. En sentido contrario, Francia frenó su avance hasta un 0,2% en el 4T (vs. 0,5% anterior) y llevó el crecimiento de 2025 al 0,9%. Las perspectivas para 2026 apuntan a que la eurozona seguirá registrando ritmos de crecimiento similares a los actuales, en un contexto en el que el impacto positivo de la política fiscal expansiva que desplegará Alemania se verá contrarrestado por los avances en el proceso de consolidación fiscal en Francia e Italia. Los indicadores de confianza empresarial de enero apuntan en esta dirección. Por otro lado, en EE. UU. la publicación del dato del 4T se ha retrasado al 20 de febrero por las dificultades de recopilación de datos a raíz del cierre del Gobierno federal en octubre, pero los principales *nowcasts* apuntan a un trimestre dinámico, y la economía estadounidense podría incluso superar un crecimiento del 2,0% en 2025.

Economía española: como crecer de forma dinámica, equilibrada y duradera. La economía española continúa avanzando a un ritmo dinámico. Son ya varios años encadenando un crecimiento relativamente elevado, tanto en perspectiva histórica como en comparación con la mayoría de economías desarrolladas. Y también un año más el crecimiento ha superado las previsiones de la mayor parte de analistas, incluidos los de CaixaBank Research. Así, 2025 cerró con una notable aceleración, con un crecimiento intertrimestral del 0,8% en el 4T. En el conjunto del año, el PIB avanzó un 2,8%: prácticamente el doble que el de la eurozona, 1 p. p. por encima del promedio desde el año 2000 y 0,5 p. p. superior a lo previsto un año atrás. El balance de 2025 es, por tanto, positivo.

Los últimos datos confirman el giro en los motores de crecimiento. La actividad ya no está impulsada principalmente por la demanda externa neta y el consumo público, sino por el consumo de los hogares y la inversión. En este ámbito destaca el fuerte impulso de la inversión en intangibles, mientras que la inversión en bienes de equipo ha ganado tracción en los últimos trimestres. Con una demanda interna vigorosa y unos socios comerciales aún débiles, es lógico que las importaciones crezcan más que las exportaciones. En otras palabras, la demanda externa neta resta crecimiento. No obstante, las exportaciones continúan aumentando –especialmente las de servicios turísticos y no turísticos– y el saldo por cuenta corriente se mantiene claramente en positivo, por encima del 2% del PIB.

El dinamismo de los indicadores recientes y la composición del crecimiento nos obligarán a **revisar al alza el escenario macroeconómico**. La previsión actual de avance del PIB para 2026 se sitúa en el 2,1%, pero los últimos datos sugieren que podría acercarse al 2,5%.

La economía española podría crecer aún más y prolongar el ciclo expansivo si lograra mejorar la productividad. En 2025, el PIB por hora trabajada aumentó un 0,7%, apenas 2 décimas por encima del promedio de 2014-2019 y apoyado, sobre todo, en la reducción de las horas trabajadas por ocupado. El PIB por ocupado, de hecho, no ha aumentado ni el año pasado ni en el acumulado desde 2019. Al reto de la productividad se suma la creciente escasez de vivienda y el aumento de su precio, que, además de sus implicaciones sociales –particularmente para los colectivos más vulnerables–, puede actuar como freno al limitar la movilidad geográfica y la capacidad de consumo e inversión de los hogares.

El actual ciclo expansivo no va acompañado del incremento de desequilibrios macroeconómicos característico de fases anteriores; más bien al contrario. La deuda privada, que entre 2000 y 2007 creció de forma sostenida y pronunciada, se ha reducido de manera continuada en los últimos años y se encuentra en niveles históricamente bajos, claramente por debajo de la media de la eurozona. Lo mismo ocurre con la posición deudora neta frente al resto del mundo: tras acercarse al 100% del PIB en 2007, viene descendiendo de forma sostenida y se sitúa ya cerca del 40%. En el contexto actual, esta reducción es especialmente relevante, al disminuir la vulnerabilidad frente a cambios en el sentimiento de los inversores internacionales. Un desequilibrio que sigue planteando dificultades es el de las finanzas públicas, un reto compartido con varias economías avanzadas. En Francia, el Reino Unido o EE. UU., la deuda pública se mantiene en niveles elevados y con tendencia creciente. En España, la deuda pública lleva años reduciéndose, aunque lentamente. Según estimaciones de CaixaBank Research, en 2025 cayó alrededor de 0,5 p. p., pero se mantiene aún por encima del 100% del PIB.

Lograr un crecimiento dinámico, equilibrado y duradero exige una atención constante en múltiples frentes, especialmente a medida que el ciclo avance. El contexto internacional no invita al optimismo. Sin embargo, el punto de partida de la economía española es mejor de lo previsto, el crecimiento no se apoya en la acumulación de desequilibrios, y la inteligencia artificial –y el avance tecnológico en general– abre un amplio abanico de oportunidades si se sabe aprovechar. Con estos mimbres, 2026 puede volver a ser un buen año.

Las claves de la productividad regional europea¹. Las claves para aumentar la productividad: geografía, instituciones y capital humano e innovación. El análisis de las regiones europeas que en los últimos 20 años han mejorado la posición en el ranking europeo de productividad, respecto a aquellas que partían de una posición inicial similar, revela las claves de su éxito. Los condicionantes geográficos, como la densidad de población y el porcentaje de la población que vive en áreas urbanas, explica cerca del 25% del crecimiento diferencial de la productividad, lo que sugiere la importancia de las economías de aglomeración en el contexto actual. Asimismo, la calidad de las instituciones explica alrededor de una cuarta parte de dicho crecimiento diferencial de la productividad. A continuación, las variables relacionadas con el capital humano y la innovación, como la inversión en I+D y la ocupación en sectores tecnológicos, explican en torno a una quinta

¹ Estudio elaborado por Aspachs, O., García-Arenas, J. y Martínez-Túregano, D. “Las claves de la productividad Europea”, Informe Mensual de CaixaBank Research, enero de 2026.

parte. Finalmente, las variables que conforman la estructura productiva de las regiones explican algo menos de una quinta parte del crecimiento diferencial de la productividad.

La mayoría de las regiones españolas tienen una probabilidad relativamente baja de escalar posiciones en el ranking de productividad europeo. Solo cuatro de ellas presentan una probabilidad elevada: Cataluña, la Comunidad de Madrid, la Comunidad Valenciana y la Región de Murcia. En el pasado, en este grupo también figuraban la Comunidad Foral de Navarra y el País Vasco, pero ambas ya escalaron una posición en las últimas décadas y, hoy en día, se encuentran en un decil de productividad más acorde con la situación de sus condicionantes.

¿Qué deben hacer las CC. AA. para mejorar en el ranking de productividad europea? La Comunidad Valenciana y Castilla-La Mancha, se benefician de situarse cerca de otras regiones más productivas, como Cataluña y Madrid, respectivamente. Pero se ven frenadas por su estructura productiva (por ejemplo, el reducido tamaño medio de las empresas), ciertos factores geográficos (como el porcentaje de población que reside en áreas metropolitanas) y el nivel de capital humano (en especial, el porcentaje de población con educación secundaria o superior). Cataluña, respecto a regiones europeas similares, sobresale por su gasto en I+D, pero su calidad institucional lo hace en sentido contrario. Un hecho que comparte con la Comunidad Foral de Navarra, la Comunidad de Madrid y el País Vasco. La Comunidad de Madrid, destaca positivamente por la alta densidad demográfica y la amplitud de su área metropolitana, junto con el hecho de contar con un tejido empresarial de tamaño relativamente grande. Por su parte, en el País Vasco sobresale el esfuerzo inversor en I+D.

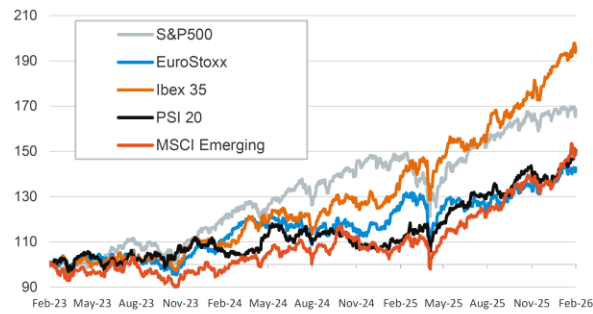
Oriol Aspachs
Febrero de 2026

Con la colaboración de:



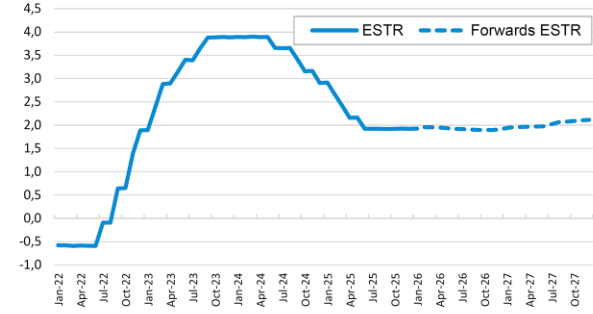
Main stock markets

Index (100=Three years ago)



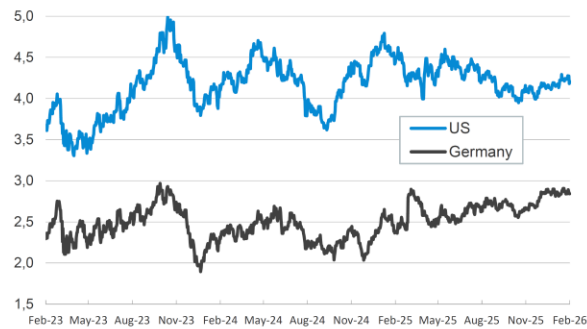
€STR: historical data and forwards

(%)



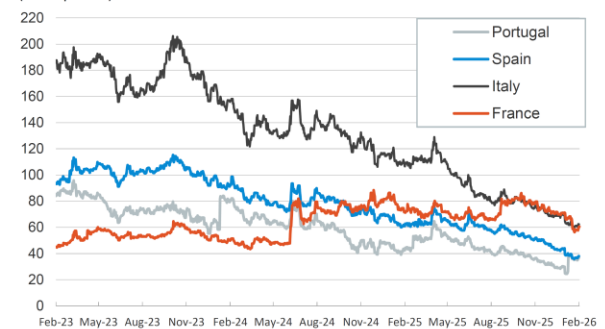
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



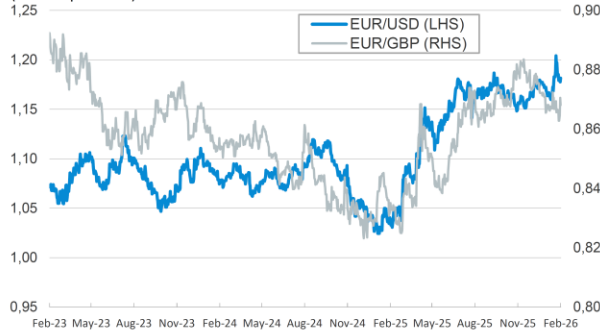
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



Brent oil price

(US\$/barrel)

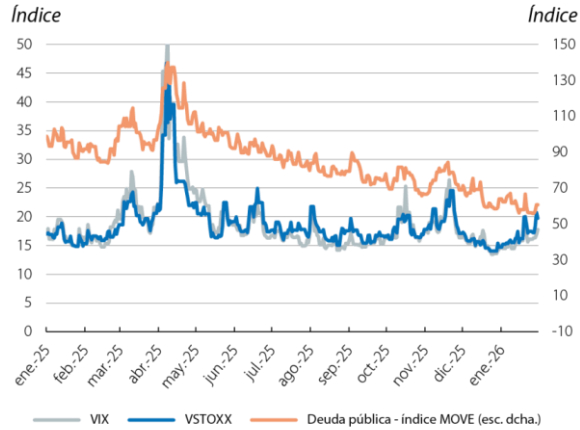


Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)

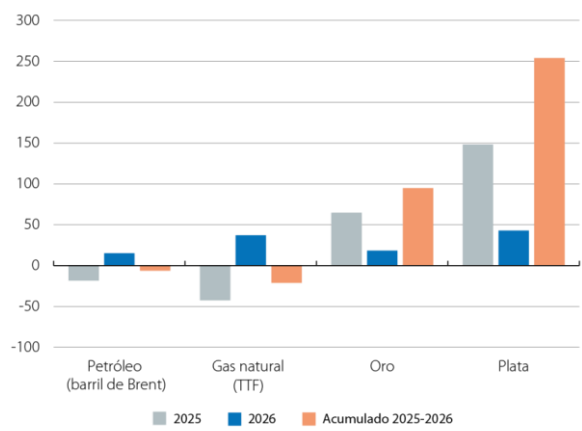


Medidas de volatilidad en los mercados financieros



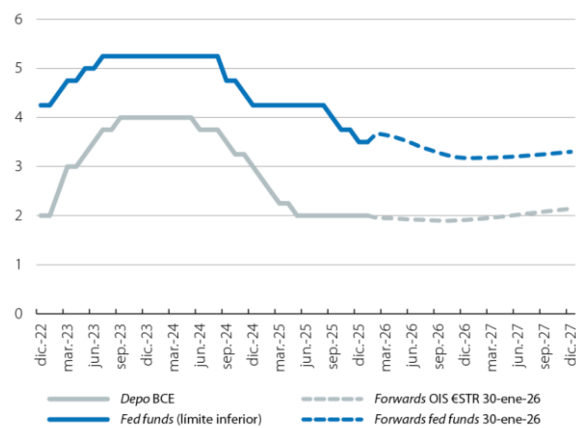
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Materias primas Variación de precio (%)



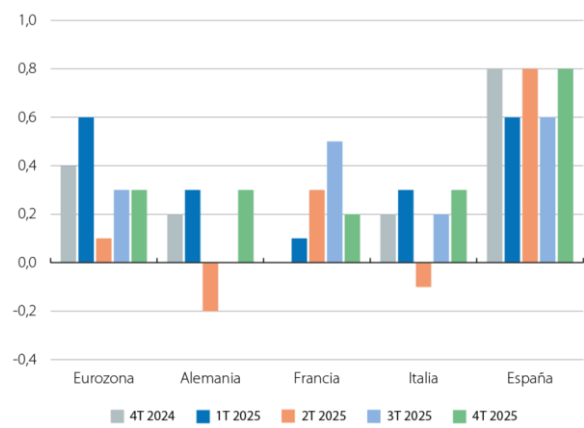
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas de mercados sobre tipos de interés (%)



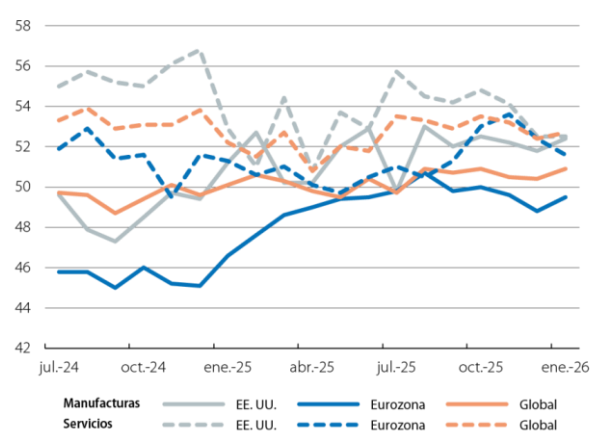
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE, de la Fed y de Bloomberg.

Eurozona: PIB Variación interanual (%)



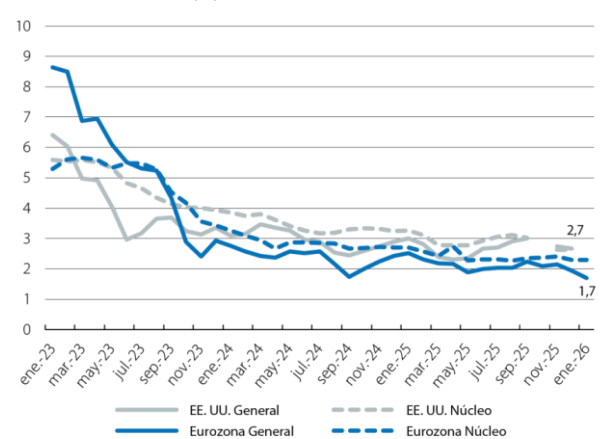
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Global: PMI Índice



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

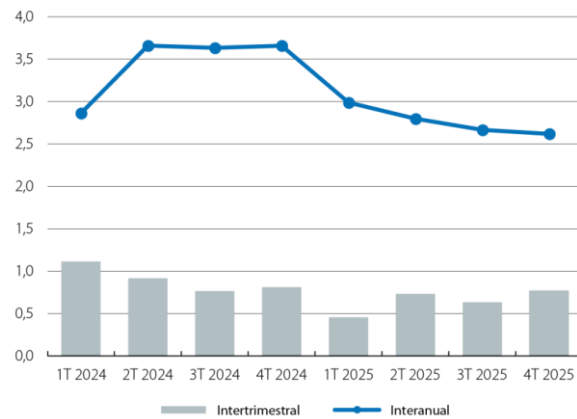
Inflación general y núcleo Variación interanual (%)



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

España: PIB

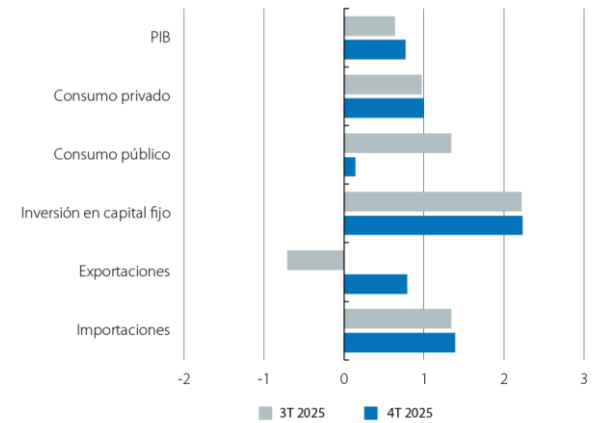
Variación (%)



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

España: componentes del PIB

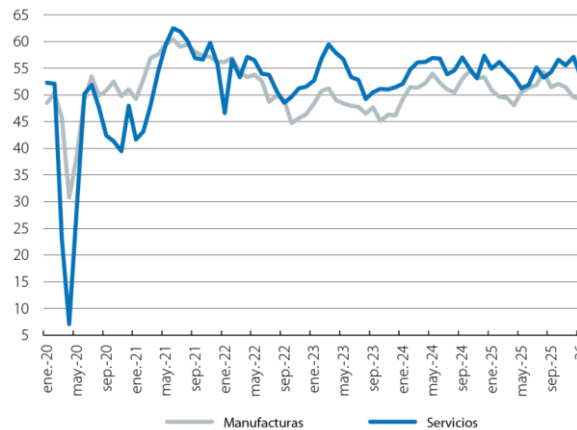
Variación intertrimestral (%)



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

España: PMI

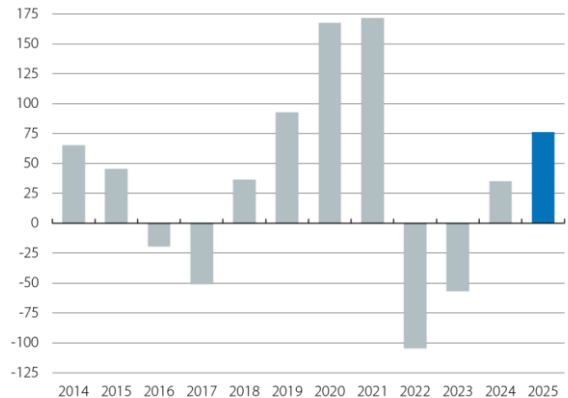
Nivel



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

España: ocupados

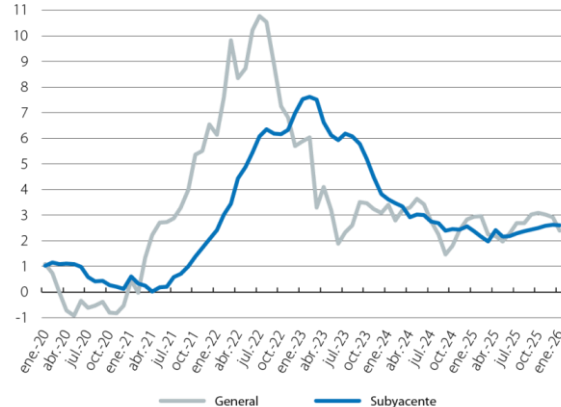
Variación trimestral en el 4T (miles)



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

España: IPC

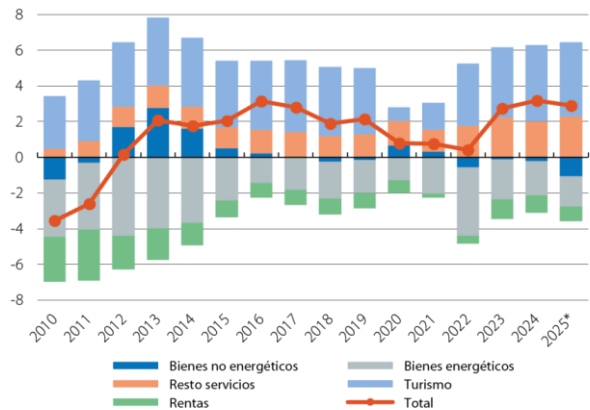
Variación interanual (%)



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

España: balanza por cuenta corriente

(% del PIB)

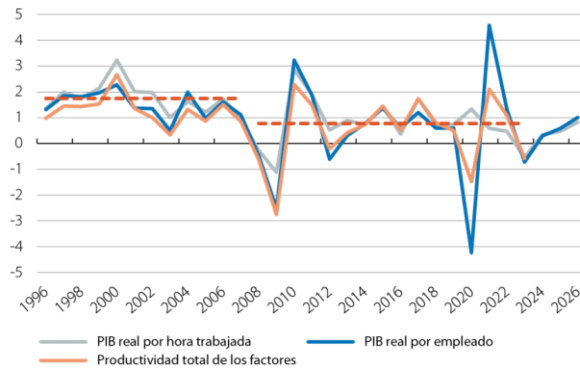


Nota: * Datos acumulados de 12 meses hasta noviembre. Datos de bienes según la clasificación CUCI.

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

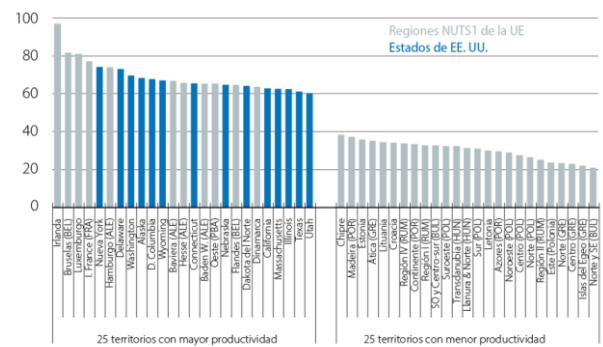
UE: productividad

Variación anual (%)



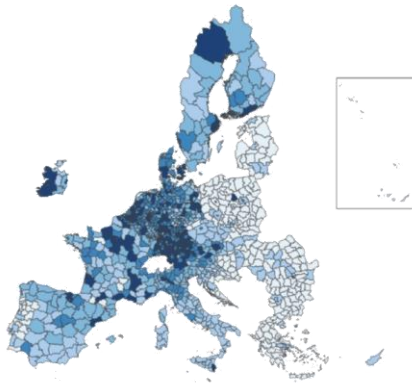
Notas: Previsiones a partir de 2024. Las líneas discontinuas se corresponden con el promedio anual del PIB real por hora trabajada durante los periodos 1996-2007 y 2008-2023.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de AMECO.

PIB por hora trabajada en territorios de la UE y EE. UU. (2023)



Notas: Miles de euros ajustados por paridad de poder adquisitivo. Calculado para EE. UU. sobre el valor añadido bruto en el sector privado no primario. Regiones NUTS1 para la UE (definición de 2024).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea, del Bureau of Labor Statistics, del BEA y del FMI.

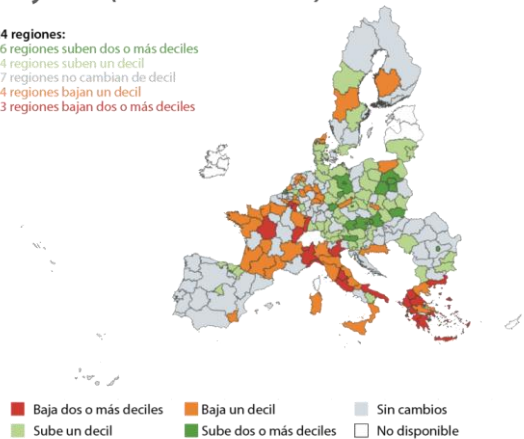
UE: PIB por hora trabajada en regiones (2023)



Notas: Regiones a nivel NUTS3 (definición de 2024). Nivel ajustado por paridad de poder adquisitivo. Gradación de colores por quintiles, de azul claro (menor productividad) a oscuro (mayor productividad). El recuadro se corresponde con los archipiélagos de Azores, Madeira e Islas Canarias.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (ARDECO).

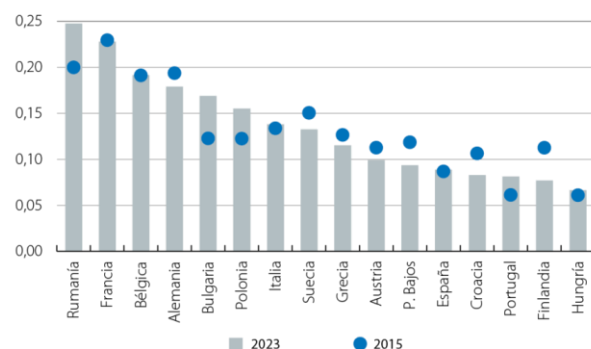
Cambio en decil de productividad en Europa entre 2004 y 2023 (territorios NUTS 2)

224 regiones:
16 regiones suben dos o más deciles
54 regiones suben un decil
87 regiones no cambian de decil
44 regiones bajan un decil
23 regiones bajan dos o más deciles



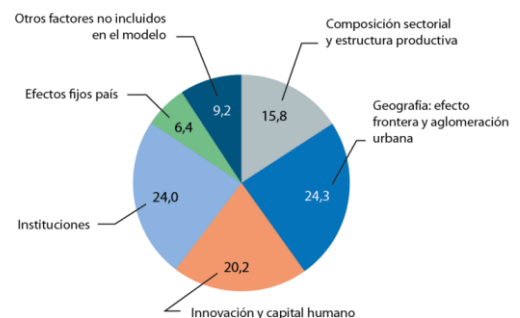
Notas: En blanco, las regiones que no aparecen en la muestra final por falta de datos en variables explicativas relevantes. Muestra final de 224 regiones.
Fuente: CaixaBank Research.

Dispersión de la productividad regional por país de la UE (Desviación estándar sobre el promedio)



Notas: Regiones NUTS3. Datos ajustados por paridad de compra, precios constantes de 2020. Países de la UE con 15 o más regiones. Dispersión ponderada por población.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Factores explicativos del crecimiento de la productividad en 2004-2023 de las regiones europeas que han subido de decil respecto al crecimiento promedio de las que se han estancado partiendo del mismo decil en 2004 (% de la varianza total)



Fuente: CaixaBank Research.

Probabilidad de escalar posiciones en el ranking de productividad regional europeo

	2005	2015	2023
Islas Baleares			
Extremadura			
Andalucía			
Principado de Asturias			
Castilla-La Mancha			
Canarias			
Castilla y León			
Galicia			
País Vasco			
Aragón			
La Rioja			
Cantabria			
Comunidad Foral de Navarra			
Cataluña			
Comunidad Valenciana			
Comunidad de Madrid			
Región de Murcia			

■ Bajo ■ Medio-bajo ■ Medio-alto ■ Alto

Nota: Se estima un modelo probit para determinar la probabilidad de escalar en el ranking de productividad europeo. La variable dependiente indica si la región ha subido o no de decil de productividad entre 2004 y 2023. Las variables explicativas incluyen factores geográficos, institucionales, de estructura productiva, de inversión en innovación y de capital humano, además del decil de productividad en el que cada región se encontraba en 2004. Los coeficientes estimados se aplican a los valores de los regresores observados en 2004, 2015 y 2023, para analizar la probabilidad de mejora a lo largo del tiempo. «Baja» se refiere a que la probabilidad estimada se encuentra por debajo del 25% más bajo en la distribución de probabilidades, medio-baja entre el 25% y el 50%, medio-alta entre el 50% y el 75%, y alta por encima del 75%.

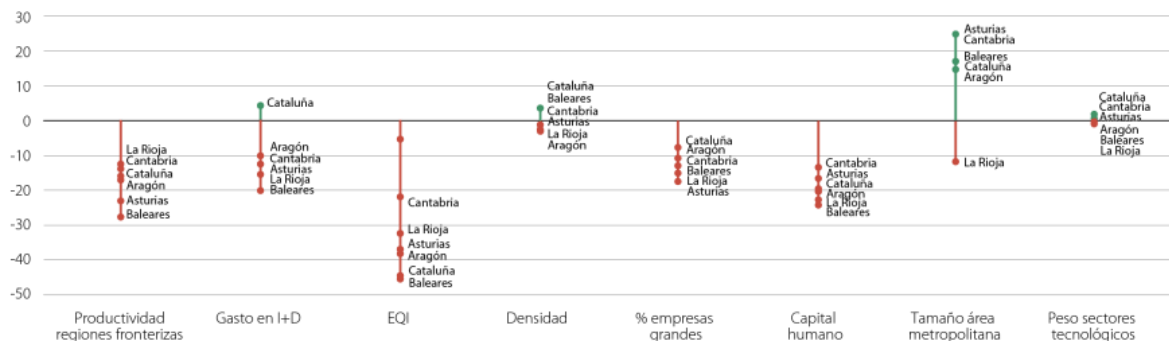
Fuente: CaixaBank Research.

Comparación de los principales determinantes de la productividad en las CC. AA. frente a la media del top 25% de regiones europeas con mayor probabilidad de subir de cada decil

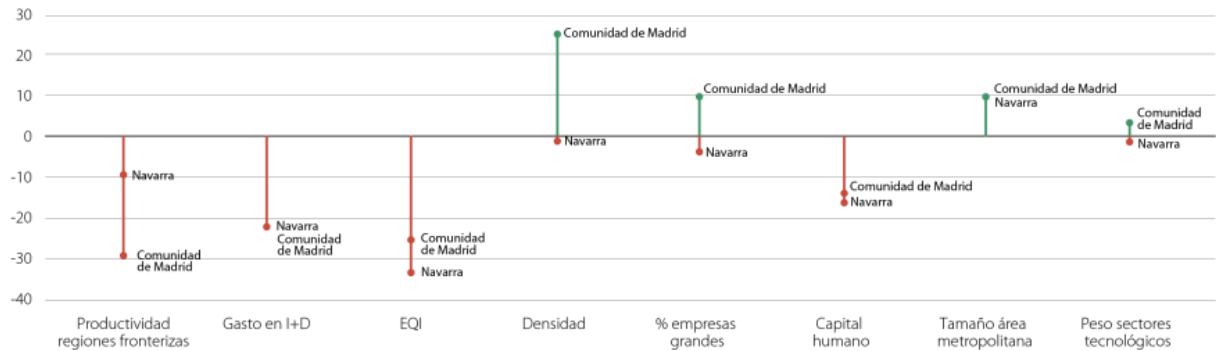
Decil 4: diferencia respecto al promedio del top 25% (p.p.)



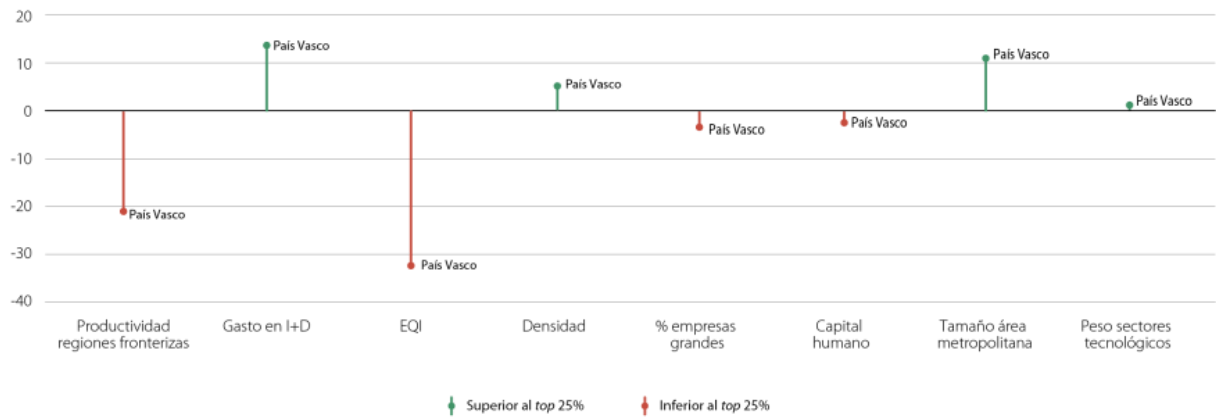
Decil 5: diferencia respecto al promedio del top 25% (p.p.)



Decil 6: diferencia respecto al promedio del top 25% (p. p.)



Decil 7: diferencia respecto al promedio del top 25% (p. p.)



 Superior al top 25%
  Inferior al top 25%

Notas: (1) **Productividad de regiones frontera** se refiere a la productividad de las regiones vecinas ponderada por su población; **Gasto total en I+D** a inversión en I+D en % del PIB; **EQI** al índice de calidad institucional de la Universidad de Gotemburgo; **Densidad** al número de habitantes/km cuadrado; **% empresas grandes** al porcentaje del empleo en empresas de más de 10 trabajadores; **Capital humano** al porcentaje de la población con estudios secundarios o superiores; **Tamaño área metropolitana** al porcentaje de población que vive en áreas urbanas funcionales y **Peso sectores tecnológicos** al porcentaje de ocupación en empleos de alta tecnología. (2) Partimos de un modelo probit para el conjunto de regiones europeas, donde la variable dependiente indica si la región ha subido o no de decil de productividad entre 2004 y 2023. Las variables explicativas incluyen factores geográficos, institucionales, de estructura productiva, de inversión en innovación y de capital humano, además del decil de productividad en el que cada región se encontraba en 2004. Los coeficientes estimados en el modelo histórico se aplican a los valores observados de los regresores en 2023 para tener la probabilidad de subir de decil más actual. En cada decil de productividad se toma el top 25% de regiones con mayor probabilidad de subir de decil, según el probit. Para cada variable explicativa, el gap de cada CC. AA. se calcula como la diferencia frente a la media del top 25%, tras normalizar las variables en la escala 0-100 (para ello, se define un rango robusto usando los percentiles 2 y 98, evitando la influencia de valores extremos):

$$\text{Gap (p. p.)} = X_{\text{p. p.}}^{\text{CC. AA.}} - X_{\text{p. p.}}^{\text{top25}}$$

Fuente: CaixaBank Research.