

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

Septiembre 2026

La economía española resiste, pero envejece

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

Ormuz presiona de nuevo los precios y los tipos de interés,...

Tensión en los precios energéticos. El precio del petróleo Brent cotizó en una banda extraordinariamente amplia durante el verano, al son de los vaivenes diplomáticos del conflicto en Oriente Próximo. Hasta principios de julio, el Brent fluctuaba cerca de los 70 dólares por barril, reflejando la esperanza de una resolución de la guerra y de la recuperación de la oferta. La reactivación de las hostilidades, el nuevo cierre del estrecho de Ormuz y los ataques hutíes contra Arabia Saudí lo han vuelto a impulsar por encima de los 100 dólares. El estrés sobre el gas natural es más intenso, y la referencia europea (TTF) ha pasado de los 40 €/MWh en junio a superar los 80 €/MWh, propulsada por el conflicto de Oriente Próximo, la mayor demanda eléctrica en Europa (asociada a las olas de calor) y unas reservas de gas relativamente bajas (poco más del 60% de la capacidad de la UE en agosto vs. 80% en el promedio del mes de los últimos años). Por otro lado, julio y agosto también vieron un encarecimiento generalizado entre los productos agrícolas y los metales, y el índice sintético de materias primas de Bloomberg subió cerca de un 15%.

Alza generalizada de los tipos de interés soberanos. El encarecimiento de las materias primas presiona las expectativas de inflación, con los swaps a 2 años de EE. UU. y la eurozona subiendo hasta el 2,5%-2,8%. Ello se

suma a unos datos de actividad globalmente positivos, a varios mensajes *hawkish* de los principales bancos centrales, y al renovado foco en la elevada deuda pública de varios países de referencia. Todo ello ha provocado un incremento generalizado de los tipos de interés soberanos durante el verano, con un repunte acumulado de unos 50 p. b. en los tipos a 2 y 10 años de la eurozona. EE. UU. también ha sufrido un importante repunte de tipos, y el Tesoro anunció por sorpresa un aumento de las recompras de bonos de largo plazo en septiembre-noviembre. Bessent presentó el anuncio en términos de gestión de liquidez del mercado, pero entre los inversores se leyó como un intento por parte de la Administración Trump de rebajar el coste de la deuda. Ello generó cierta confusión y chocó con la filosofía de «unos mercados menos intervenidos» defendida por Warsh desde su llegada a la Fed. El mercado descuenta que la Fed suba tipos esta semana, y entre 1 y 2 subidas adicionales en los próximos meses.

El BCE sube tipos y exhibe un tono *hawkish*. El BCE ha vuelto a subir los tipos de interés en 25 p. b. (*depo* al 2,50%) ante la prolongación del conflicto de Oriente Próximo y el riesgo de que el encarecimiento de la energía se filtre al resto de precios y provoque un repunte más persistente de la inflación. La resiliencia observada en la actividad económica y el mercado laboral en los últimos meses también ha reforzado la decisión de subir tipos. A la vez, el BCE evita cualquier tipo de orientación futura sobre los tipos de interés. Dada la rapidez con la que la geopolítica puede modificar el escenario, Lagard defiende la necesidad de mantener una toma de decisiones ágil y según evolucionen los datos y los acontecimientos. Los mercados dan un 100% de probabilidad a que el *depo* suba al 2,75% en diciembre y también descuentan al 100% dos incrementos más en 2027 (*depo* al 3,00% en marzo y al 3,25% en el 2T 2027).

... pero de momento la actividad económica global mantiene un buen tono

La actividad global siguió resistiendo en el 2T. En la eurozona, el PIB creció un 0,6% intertrimestral (0,3% sin Irlanda), superando las expectativas gracias, sobre todo, al crecimiento de la economía alemana (con un avance del 0,3% intertrimestral) y española (+0,7%). Italia creció un 0,2% y Francia se estancó. En EE. UU., la economía mantuvo un crecimiento sólido del 0,4% intertrimestral en el 2T, apoyada por la fortaleza de la demanda interna, en particular el gasto de las familias y la inversión no residencial. Las economías del Reino Unido y Japón también registraron un desempeño favorable, con avances del PIB del 0,4% y 0,3% intertrimestral, respectivamente.

Los indicadores del 3T no aflojan. En la eurozona, los PMI de manufacturas han escalado hasta los niveles más elevados en dos años, mientras que los de servicios se mantienen en una zona de moderada expansión. En EE.

UU., los indicadores empresariales siguen mostrando robustez, pero empiezan a surgir señales de moderación en el consumo privado. Por otro lado, tras el fracaso de las negociaciones entre EE. UU. y Canadá, la Administración estadounidense impuso, a finales de agosto, un arancel adicional del 50% a las importaciones canadienses y amenaza con aumentar al 50% los del sector automovilístico en 2027. La respuesta del Gobierno de Canadá fue inmediata y anunció que responderá con medidas equivalentes. Por su parte, la economía china sigue navegando entre una demanda interna débil, y unas exportaciones dinámicas, impulsadas por la demanda global de bienes vinculados al desarrollo de la inteligencia artificial y las tecnologías verdes (las exportaciones crecieron un 25% interanual en agosto). Las autoridades han reiterado su intención de aumentar el gasto público en la segunda mitad del año, pero no han anunciado nuevas medidas de estímulo.

El *shock* energético sigue empujando los precios al alza. La inflación de la eurozona repuntó al 3,3% en agosto (vs. 2,9% en julio), impulsada, sobre todo, por el encarecimiento de la energía, mientras que la inflación núcleo descendió ligeramente hasta el 2,4% (vs. 2,5% en julio). El aumento fue generalizado entre las principales economías, y España registró el mayor avance (4,3% la general, 2,9% la subyacente). En EE. UU. la inflación se sitúa en cotas similares: en agosto, la general se mantuvo estable en el 3,4% y la núcleo descendió al 2,4%. Así, de momento, los efectos indirectos y de segunda ronda del shock energético son limitados, pero si persiste la presión sobre los precios podría generalizarse.

La economía española resiste pero envejece

La economía española se mantiene firme en su fase expansiva, a pesar del complejo contexto internacional y del repunte de los precios de la energía. Así lo reflejan los indicadores publicados durante el verano. En el 2T 2026, el PIB creció un 2,7% interanual, un ritmo de avance superior al promedio histórico del 1,8% registrado entre el 2000 y 2025. Probablemente, el crecimiento habría sido algo mayor de no haberse producido el reciente *shock* energético.

La composición del crecimiento también invita al optimismo. La actividad sigue impulsada por la demanda interna privada y por las exportaciones de servicios, unos componentes que suelen mostrar una elevada inercia a lo largo del ciclo económico y que aún disponen de margen para seguir avanzando. Todo ello, además, sigue yendo acompañado de una posición macrofinanciera globalmente equilibrada y que no empeora, a diferencia de lo ocurrido en fases expansivas anteriores. La deuda privada se mantiene en niveles relativamente reducidos, mientras que la deuda pública y la posición deudora frente al exterior continúan corrigiéndose. Ello

contribuye a mantener la prima de riesgo en cotas contenidas y claramente inferiores a las de economías como Francia o Italia.

Los indicadores disponibles para el 3T apuntan a que el dinamismo económico se mantiene. Los índices de clima empresarial han mejorado, impulsados por la recuperación del sector servicios y, especialmente, del turismo, que va camino de cerrar un año récord. Todo apunta a que 2026 finalizará con la visita de más de 100 millones de turistas internacionales. El consumo de los hogares también sigue mostrando una notable resiliencia. A pesar del repunte de la inflación, el crecimiento del empleo y el colchón de ahorro acumulado en los últimos años continúan sosteniendo el gasto de las familias. La tasa de ahorro ha bajado algo, pero permanece en niveles relativamente elevados.

El mercado laboral sigue ofreciendo registros positivos. Según los datos de la EPA del 2T, el empleo mantiene un crecimiento superior al 2%. Sin embargo, detrás de esta evolución agregada se observan dinámicas diferenciadas. El empleo sigue creciendo con fuerza entre las personas extranjeras o con doble nacionalidad, mientras que el avance de la ocupación entre los españoles se ha moderado de forma significativa, al pasar del 1,9% interanual en el 1T al 0,7% en el 2T.

Una mirada amplia revela una dinámica de carácter estructural: La capacidad de crecimiento del empleo entre la población española se ha ido reduciendo en los últimos años. La población activa española, formada por las personas que trabajan o buscan empleo, apenas ha variado desde 2019, pero ha envejecido de forma notable. En concreto, el número de españoles activos con edades comprendidas entre los 25 y los 55 años se ha reducido en más de 1,1 millones de personas. Se trata, además, de una franja de edad con niveles de participación laboral muy elevados. Actualmente, cerca del 90% de los españoles de entre 25 y 55 años forman parte de la población activa y su tasa de paro se sitúa en el 7,5%, muy cerca del mínimo histórico alcanzado en 2007, cuando descendió hasta el 6,2%. Así, el grueso del empleo generado entre la población española durante la actual fase expansiva se ha concentrado en los extremos de la distribución por edades. Desde 2019, el número de ocupados menores de 25 años ha aumentado en torno a 300.000 personas, mientras que entre los mayores de 55 años el incremento supera el millón. La otra fuente de crecimiento del empleo ha sido protagonizada por personas extranjeras o con doble nacionalidad, con un aumento de más de dos millones de ocupados en este periodo.

El consumo online está de moda

El comercio electrónico se ha disparado los últimos años. Antes de la pandemia, las compras en línea ya venían ganando terreno, pero las restricciones a la movilidad llevaron a muchas personas a descubrir las ventajas de comprar desde casa. Desde entonces, el peso del gasto realizado por canales digitales no ha dejado de aumentar y ya acumula un incremento de casi 10 p. p. respecto a 2019.

Lo que marca la diferencia en los patrones de consumo son la edad y el sector. Los jóvenes son, con diferencia, el colectivo que destina una mayor proporción de su gasto al canal digital. Ya eran los más digitalizados antes de la pandemia, y, además, son los que han protagonizado el mayor cambio de comportamiento. En el otro extremo, las personas de mayor edad apenas han modificado sus hábitos de compra y el gasto que realizan en línea sigue representando menos del 10% de su gasto total. Pero no parece que a medida que transcurran los años vayamos abandonando el comercio electrónico. Más bien ocurre lo contrario: cuanto más tiempo pasa, más difícil resulta modificar los hábitos de consumo adquiridos. Las nuevas generaciones compran más por internet que los jóvenes de antes de la pandemia, y aquellos jóvenes de entonces, ahora algo más mayores, siguen comprando más en línea que las generaciones precedentes cuando tenían su misma edad.

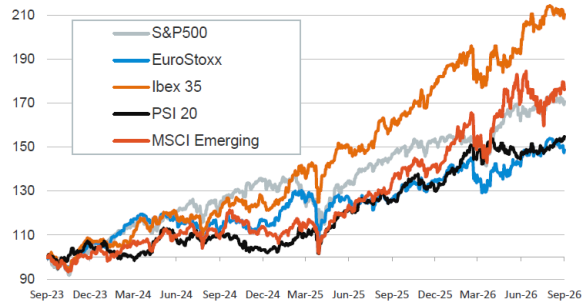
El sector en el que el comercio electrónico ha alcanzado una mayor penetración es el de la moda. Tanto jóvenes como adultos realizan ya alrededor de un tercio de su gasto en este ámbito a través de canales digitales. Es también en el sector de la moda donde se concentra una mayor proporción de consumidores eminentemente digitales: alrededor del 20% de los jóvenes y de los adultos realizan más de la mitad de sus compras en línea. En restauración, y en supermercados y alimentación, el peso de las compras digitales también ha aumentado en los últimos años, especialmente entre los jóvenes, aunque sigue siendo inferior al observado en la moda.

Oriol Aspachs

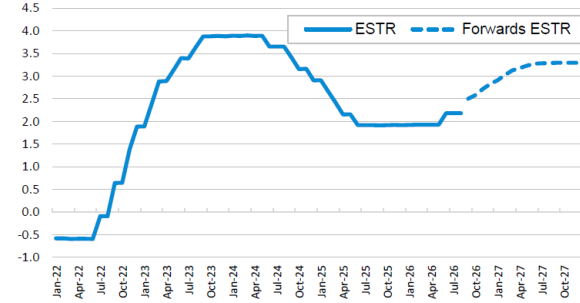
Septiembre de 2026

Con la colaboración de:

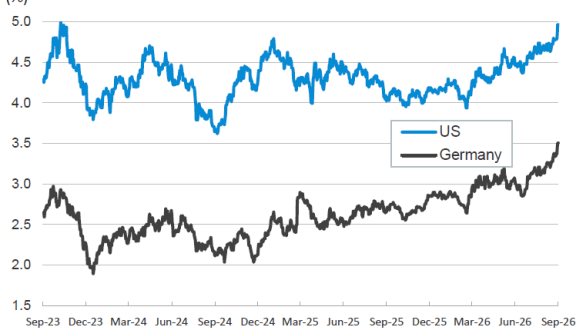
Main stock markets
Index (100=Three years ago)



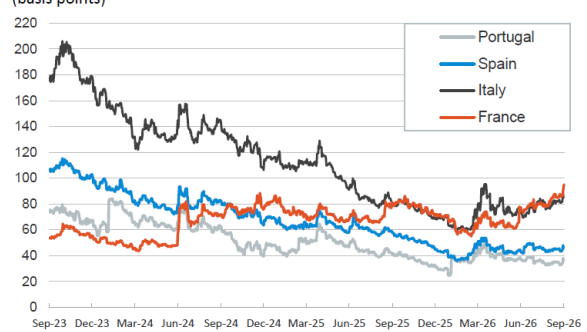
€STR: historical data and forwards
(%)



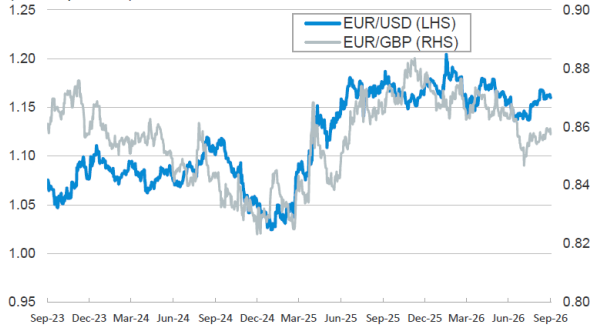
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany
(%)



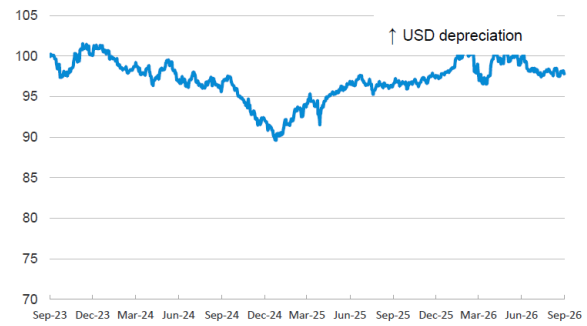
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal
(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies
(Dollars per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index
Index (100=Three years ago)



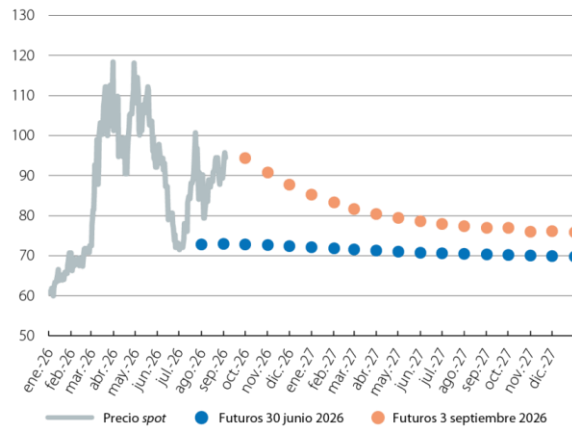
Brent oil price
(US\$/barrel)



Dutch TTF Natural gas price
(€/MWh)

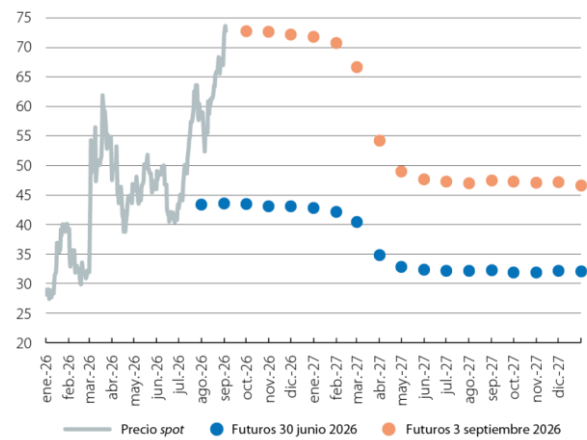


Precio del petróleo Brent (Dólares por barril)



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

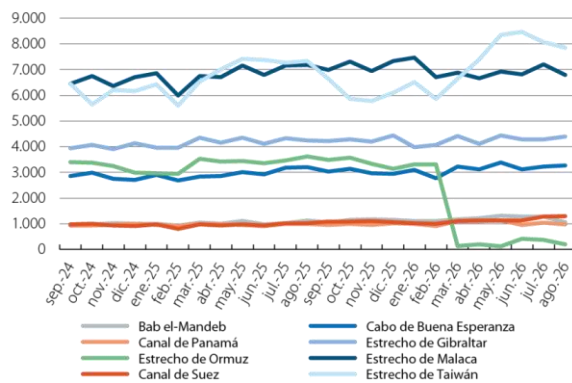
Precio del gas TTF (Euros por MWh)



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

Global: tránsito marítimo por los principales puntos críticos

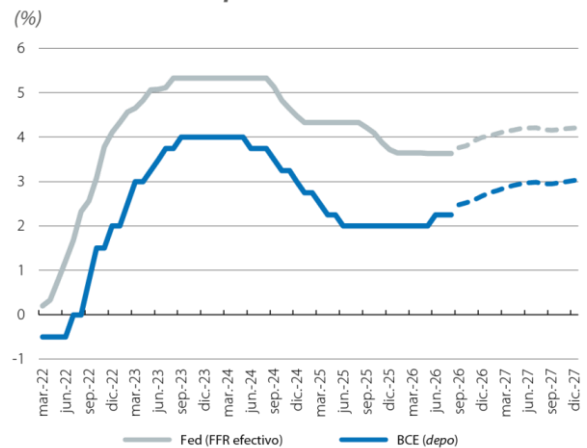
Número total de buques



Nota: Se incluyen buques graneleros, buques-tanque para productos químicos, portacontenedores, buques de carga general, petroleros y de gas (GNL y GPL).

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

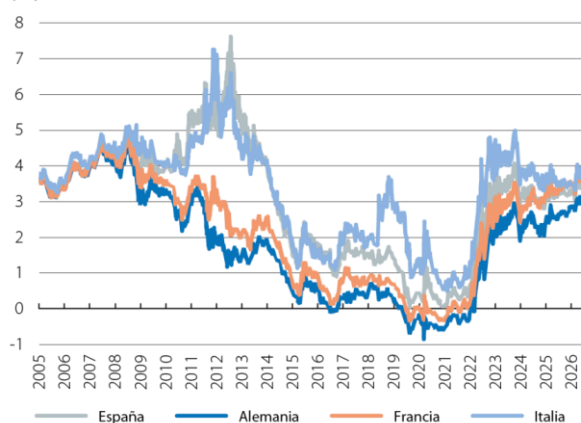
Bancos centrales: tipos de interés de referencia



Nota: Los puntos presentan los forwards para la Fed y el BCE implícitos a 3 de septiembre de 2026.

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

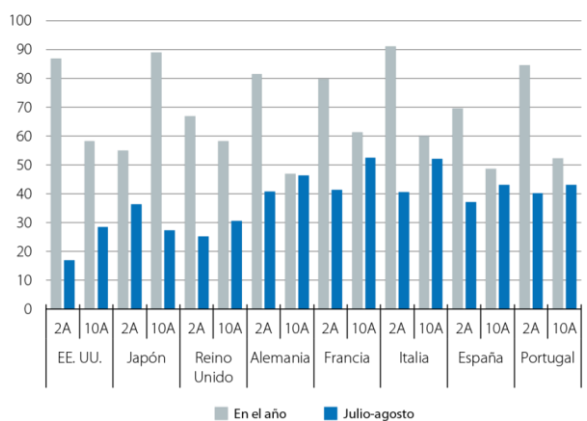
Eurozona: tipos de interés soberanos a 10 años (%)



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

Tipos de interés soberanos

Variación (p. b.)

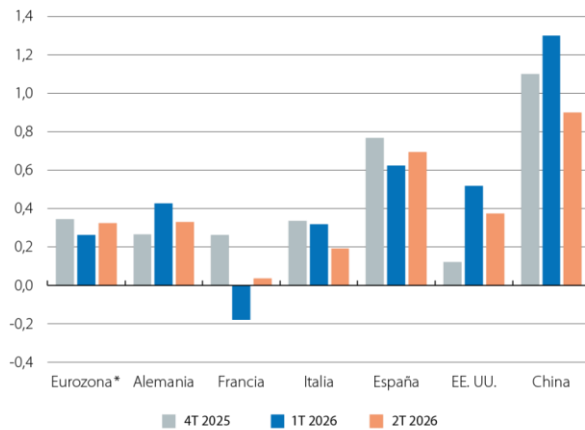


Nota: Vencimientos a 2 y 10 años (2A y 10A).

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

Global: PIB

Variación intertrimestral (%)

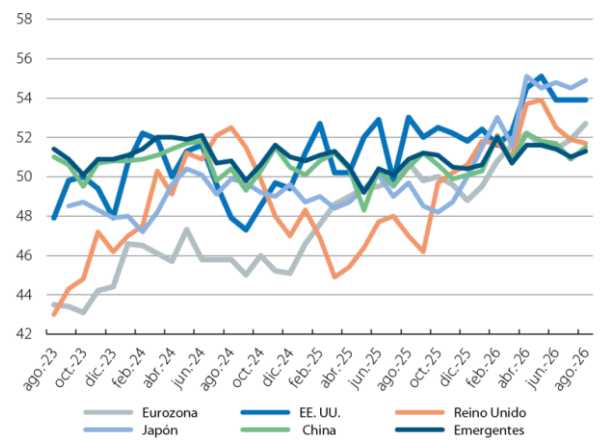


Nota: * Eurozona sin Irlanda.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, BEA y Oficina Estadística de China.

Global: PMI de manufacturas

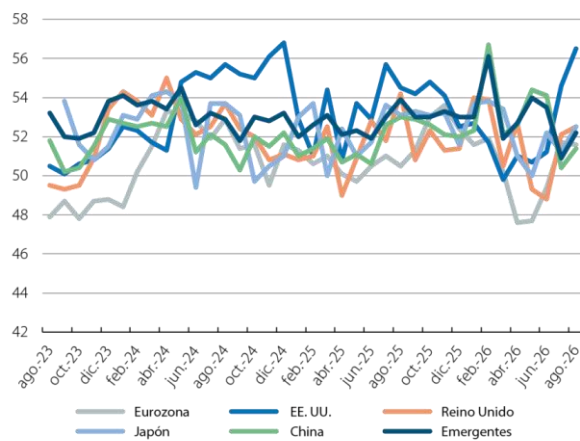
Nivel



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

Global: PMI de servicios

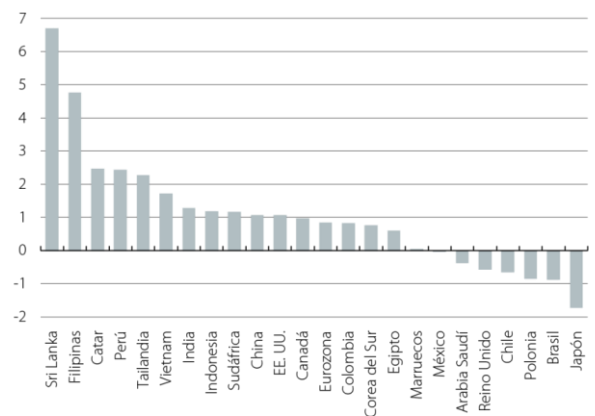
Nivel



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

Global: IPC

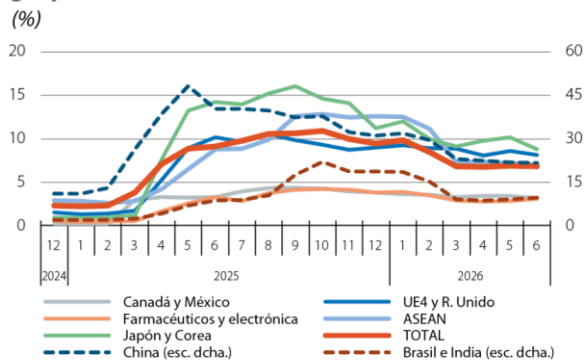
Diferencial de inflación (p. p.)*



Nota: * Promedio marzo-agosto 2026 vs. 2025.

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

Arancel efectivo promedio sobre las importaciones de EE. UU.: principales grupos de socios comerciales

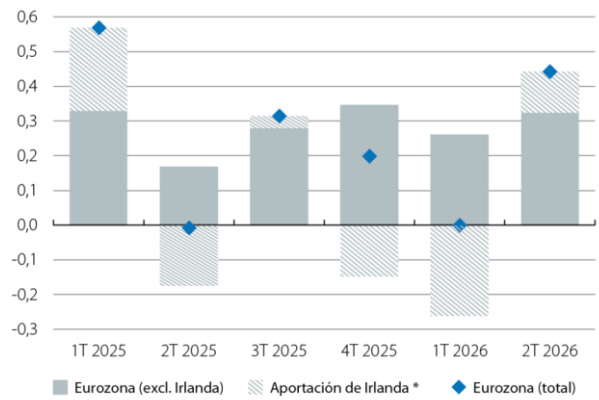


Notas: UE4 = Alemania, Francia, Italia y España. ASEAN = Camboya, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam. Farmacéuticos y electrónica (productores) = Bélgica, Irlanda, Países Bajos, Suiza, Singapur y Taiwán. Peso de los flujos de comercio en 2025.

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

Eurozona: PIB

Variación intertrimestral (%)

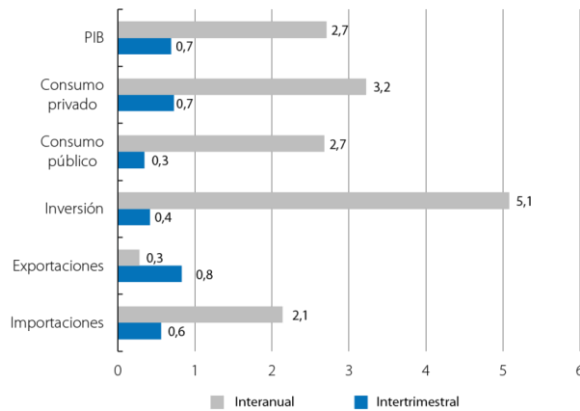


Nota: * Aportación de Irlanda al crecimiento intertrimestral de la eurozona en p. p.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat del 14 de agosto de 2026.

España: crecimiento del PIB y sus componentes en el 2T 2026

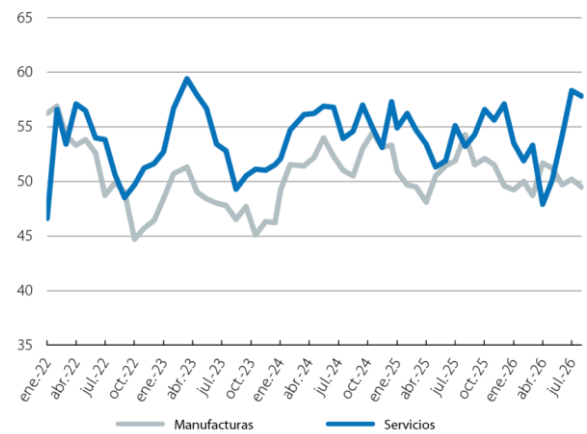
Variación (%)



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

España: PMI

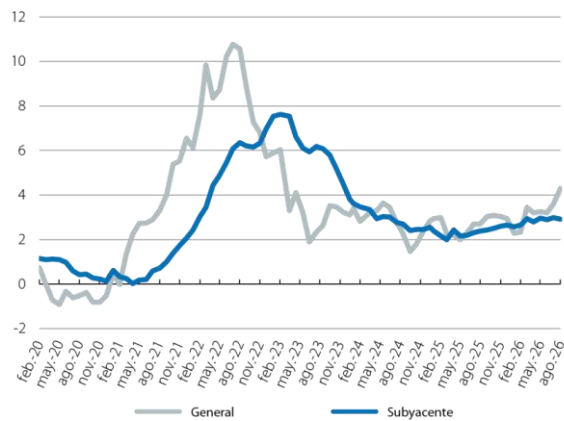
Nivel



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

España: IPC

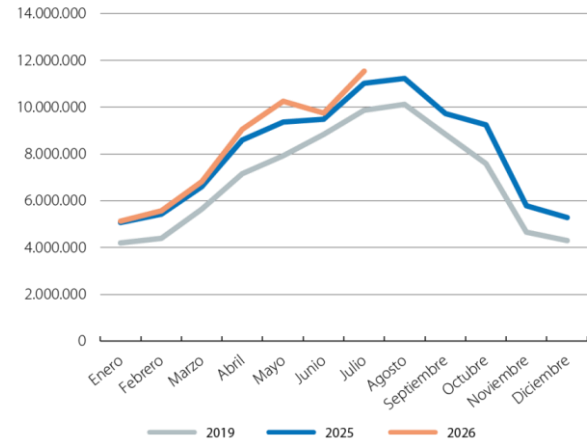
Variación interanual (%)



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

España: turistas extranjeros

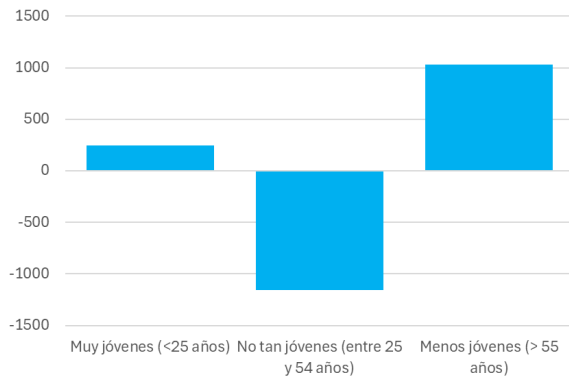
Número



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

Espanoles ocupados o que buscan empleo por edad

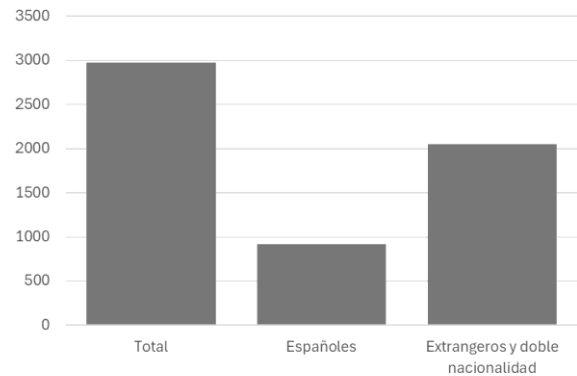
Var. entre 2016 T2 y 2019 T2 (miles)



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos del INE

Ocupados por nacionalidad

Var. entre 2016 T2 y 2019 T2 (miles)



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos del INE

España: peso del consumo mediante comercio electrónico

(%)

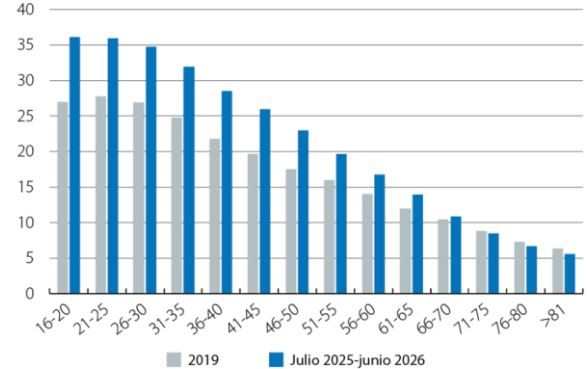


Notas: El gasto en línea incluye las compras realizadas por canales digitales con tarjetas emitidas por CaixaBank. El gasto total realizado con tarjeta incluye todas las compras realizadas con tarjeta (presenciales y en línea). El gasto total añade, además, los reintegros en efectivo realizados en cajeros. Para 2026, datos hasta junio.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

España: peso del gasto en comercio electrónico por cohorte de edad en 2019

(%)



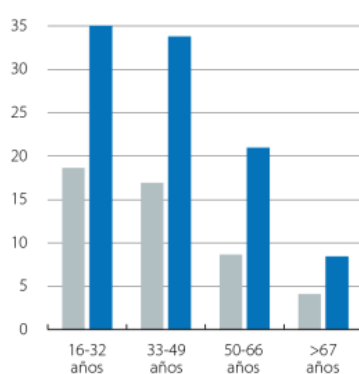
Nota: Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

España: peso del consumo mediante comercio electrónico, por edades y años

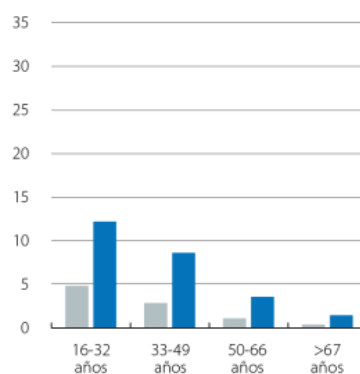
Gasto en moda

(%)



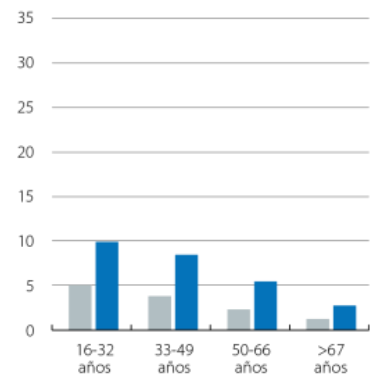
Gasto en bares y restaurantes

(%)



Gasto en supermercados y alimentación

(%)

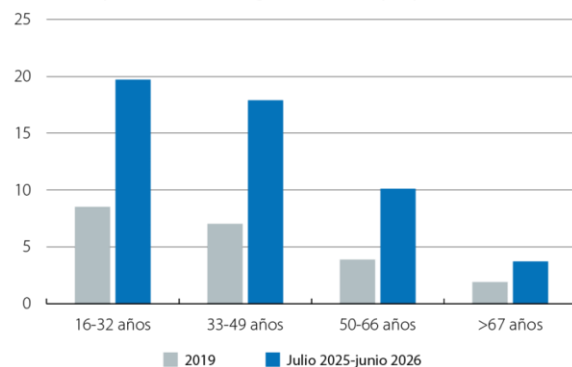


Nota: Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

España: consumidores digitales en moda, por edades y años

Personas que realizan más gasto online que presencial (%)

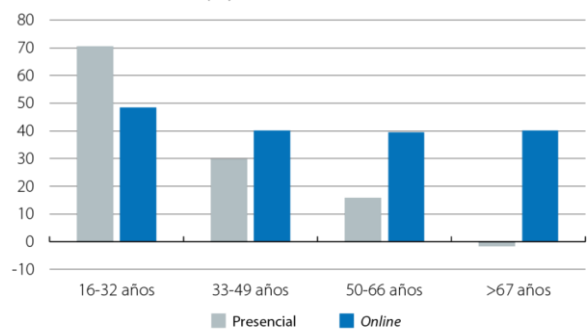


Nota: Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

España: impacto del Mundial de fútbol por grupos de edad

Variación interanual (%)



Nota: Gasto realizado con las tarjetas emitidas por CaixaBank durante las horas en torno a los partidos de la selección española durante el Mundial de fútbol 2026 respecto a un día equivalente del año anterior.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.