

Marzo
2026

Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS E INFORME TRIMESTRAL
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**
MARZO 2026

Esta publicación presenta el resultado de los análisis y las proyecciones elaborados por la Dirección General de Economía sobre la economía española. Se publica cuatro veces al año y en los números de marzo y septiembre incluye un informe sobre la evolución reciente de la economía española, dentro del contexto internacional y del área del euro, junto con las proyecciones del Banco de España para el año en curso y los dos años siguientes. En los números de junio y diciembre, solamente contiene una actualización de las proyecciones macroeconómicas.

Fecha de cierre de datos: 20 de marzo de 2026.

Fecha de publicación: 27 de marzo de 2026.

Se permite la reproducción para fines docentes
o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid
<https://doi.org/10.53479/42885>

Índice

EDITORIAL 5

INFORME 11

Contexto global

- 1 El conflicto en Oriente Próximo ha elevado los precios de las materias primas energéticas, en un contexto de elevada incertidumbre sobre su duración y sobre el alcance final de sus efectos económicos 12
- 2 Un segundo foco de incertidumbre, de menor entidad que el asociado al conflicto bélico, proviene del ámbito comercial: el fallo de la Corte Suprema de los Estados Unidos conlleva una reducción de los aranceles, si bien persisten dudas sobre su evolución futura 13
- 3 Los tipos de interés oficiales se mantenían estables a principios de año, aunque las expectativas han repuntado tras el estallido del conflicto bélico 14
- 4 El conflicto en Oriente Medio ha desestabilizado los mercados financieros, provocando caídas en los índices bursátiles y repuntes en los tipos de interés a largo plazo 15

Contexto económico de la UEM

- 5 La actividad económica de la UEM venía registrando una cierta resiliencia a finales de 2025, si bien las previsiones del BCE contemplan una revisión a la baja como consecuencia del impacto del *shock* energético 16
- 6 La inflación se mantuvo cerca del objetivo del 2 % hasta febrero, en línea con lo previsto, pero a partir de marzo se espera un repunte que reflejaría el impacto del *shock* energético 17
- 7 Dada la elevada incertidumbre, el ejercicio de proyecciones del BCE de marzo contempla dos escenarios alternativos que cuantifican el impacto sobre la actividad y la inflación de una mayor duración e intensidad del conflicto bélico 18
- 8 El BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales 19

Economía española

- 9 El ritmo de crecimiento de la economía española se elevó hasta el 0,8 % en el cuarto trimestre, por encima de lo previsto 20
- 10 El crecimiento del PIB seguiría siendo elevado en el primer trimestre, aunque mostraría signos de cierta desaceleración, a partir de indicadores que, salvo en el caso del empleo, aún no recogen información posterior al estallido del conflicto en Irán 21

- 11 El empleo mantendría en el conjunto del primer trimestre la desaceleración que se venía observando desde noviembre, aunque los datos referidos a la primera quincena de marzo no recogen un impacto negativo del conflicto bélico 22
- 12 El coste de los nuevos préstamos registró escasas variaciones, con un ligero repunte en algunos segmentos 23
- 13 La financiación a los hogares se expandió impulsada por el crédito al consumo y la aceleración del destinado a vivienda... 24
- 14 ... al tiempo que la financiación a las empresas mantuvo cierta atonía 25
- 15 Los hogares y las empresas continuaron acumulando activos líquidos, con una recuperación de los depósitos a plazo 26
- 16 El consumo mantiene un crecimiento sólido en los primeros meses del año, aunque podría perder algo de dinamismo respecto al tramo final de 2025 27
- 17 Tras el fuerte dinamismo de la segunda mitad de 2025, la inversión productiva se moderaría en el primer trimestre del año 28
- 18 Los indicadores de vivienda muestran una desaceleración, en un contexto de escasez de oferta y demanda elevada que sigue presionando al alza los precios 29
- 19 Tras la debilidad observada en la segunda mitad de 2025, las exportaciones podrían verse impulsadas en el primer trimestre de 2026 por la mejora de los mercados de exportación y el dinamismo de los servicios no turísticos... 30
- 20 ... mientras que las importaciones se ralentizarían ligeramente, en un contexto de cierta moderación de la demanda interna 31
- 21 Tanto los ingresos como los gastos públicos mantuvieron un elevado dinamismo en el tramo final de 2025 32
- 22 La inflación general se ha moderado desde noviembre por la desaceleración de los precios energéticos hasta febrero —antes del estallido del conflicto en Irán—, pese al repunte de los precios de los alimentos... 33
- 23 ... mientras que la inflación subyacente ha permanecido estable en el entorno del 3 % entre noviembre y febrero 34
- 24 Los aumentos salariales acordados para 2026 se moderan hasta el 2,9 %, frente al 3,5 % pactado para 2025 35

- 25 Las presiones inflacionistas internas se mantienen moderadas, pese al leve repunte de los excedentes empresariales unitarios 36

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2026-2027) 37

- 26 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones 38
- 27 Se proyecta una desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB durante los próximos trimestres 40
- 28 Respecto al escenario previo al ataque sobre Irán, se revisa a la baja una décima el crecimiento del PIB previsto para 2026 41
- 29 La creación de empleo y la reducción de la tasa de paro se ralentizarán a lo largo del horizonte de proyección 42
- 30 El déficit previsto para las AAPP se mantiene por encima del 2 % en el horizonte de proyección 43
- 31 Con respecto al ejercicio de proyecciones de diciembre, se revisan al alza las tasas de inflación general para 2026 (en 0,9 pp, hasta el 3 %) y 2027 (en 0,6 pp, hasta el 2,5 %) 44
- 32 Se espera que la tasa de inflación repunte en la segunda mitad de este año, como consecuencia del *shock* energético, hasta situarse ligeramente por encima del 3 % al final de 2026 45
- 33 La persistencia de cierto tensionamiento en el mercado laboral y la mayor inflación apuntan a un crecimiento de la remuneración por asalariado mayor que el contemplado en el anterior ejercicio de proyecciones, si bien se mantendría la senda prevista de moderación 46
- 34 Estas proyecciones se encuentran sujetas a una incertidumbre especialmente elevada, relacionada principalmente con la intensidad, duración y propagación del *shock* energético asociado al conflicto de Oriente Próximo 47

RECUADROS 48

- 1 El ajuste estacional de la Contabilidad Nacional Trimestral y el crecimiento del PIB en 2025 48
- 2 Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2026 51
- 3 Medidas fiscales para mitigar el impacto del *shock* energético y su efecto sobre las proyecciones macroeconómicas de la economía española 55
- 4 Escenarios alternativos para la economía española asociados a la intensidad y la duración del *shock* energético derivado del conflicto bélico en Oriente Próximo 58

SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS 63

EDITORIAL

Editorial

Los primeros meses de 2026 han estado marcados por el estallido, a finales de febrero, del conflicto bélico en Oriente Próximo. Este episodio se ha producido en un contexto geopolítico ya caracterizado por un aumento de la incertidumbre debido a diversas decisiones de política exterior adoptadas por Estados Unidos en las primeras semanas del año. Posteriormente, dicha incertidumbre se ha intensificado de manera muy significativa, tras el reciente ataque de Estados Unidos e Israel a Irán, un acontecimiento que ha desencadenado perturbaciones de gran relevancia en los mercados energéticos y ha contribuido a un deterioro del entorno económico internacional.

En este contexto, el conflicto en Oriente Próximo ha provocado un episodio de inestabilidad en los mercados financieros. Tras el inicio de los bombardeos sobre Irán, los principales índices bursátiles han registrado correcciones y un aumento de la volatilidad, interrumpiendo la tendencia alcista observada durante los últimos trimestres. Como resultado, en el conjunto de 2026, tanto el índice S&P 500 como el EURO STOXX se encuentran en niveles inferiores a los registrados al cierre del año anterior. Asimismo, los ataques a Irán han dado lugar a un incremento de las rentabilidades de los bonos soberanos a largo plazo del área del euro, lo que ha revertido en buena medida los descensos acumulados a lo largo del trimestre. El dólar, por su parte, acumula una apreciación del 1,2 % frente al euro en lo que va de año, favorecido por la posición de Estados Unidos como productor neto de energía, y —en contraste con los movimientos observados el año pasado— recupera su papel como activo refugio en episodios de elevada incertidumbre económica.

La guerra en Oriente Próximo también ha provocado disrupciones en la producción y el transporte de materias primas energéticas y un acusado encarecimiento de sus precios. En las primeras semanas del conflicto, los precios del crudo y del gas natural han aumentado en torno a un 30 % y un 60 %, respectivamente, impulsados por la afectación de infraestructuras clave en la región, así como por el cierre *de facto* del estrecho de Ormuz, vía esencial para el tránsito de materias primas energéticas a nivel global. La escalada del conflicto, junto con la elevada incertidumbre en torno a su duración, arroja dudas significativas sobre la eventual normalización, en el futuro cercano, de la producción y el transporte de productos energéticos en la región.

En el ámbito comercial, los niveles de incertidumbre también han registrado un repunte significativo, como consecuencia de la decisión de la Corte Suprema de Estados Unidos de invalidar el marco legal que sustentaba una parte sustancial de los aranceles impuestos en abril del año anterior. Esta resolución judicial, junto con la posterior respuesta del Gobierno estadounidense —que anunció la introducción de un arancel global del 10 %—, plantea dudas en torno a la implementación del acuerdo comercial alcanzado entre Estados Unidos y la Unión Europea (UE) en julio y supone una modificación relevante de la estructura relativa de los aranceles a los que se enfrentan los distintos países en el mercado estadounidense. Por su parte, la UE ha culminado recientemente acuerdos comerciales de relevancia con Mercosur y la India, que podrían

contribuir a reconfigurar, al menos parcialmente, los flujos comerciales de la UE en los próximos años.

A pesar del contexto geopolítico complejo y altamente incierto, el escenario central de la actividad económica mundial fuera de la Unión Económica y Monetaria (UEM) no ha experimentado —por el momento— grandes cambios con respecto a lo previsto a finales del año pasado, si bien los riesgos a la baja se han intensificado notablemente. En 2025, el PIB de Estados Unidos creció un 2,2 %, lo que supone una moderación desde el 2,8 % observado en 2024, tras un avance intertrimestral de apenas el 0,3 % en el cuarto trimestre, condicionado en gran medida por el cierre del gobierno federal más prolongado de su historia. En China, por su parte, el crecimiento económico alcanzó el 5 % en 2025, una tasa similar a la observada el año anterior. De acuerdo con las últimas previsiones del Banco Central Europeo (BCE), la actividad económica global excluida la UEM crecería un 3,3 % en 2026, la misma tasa que la proyectada tres meses atrás, dado que el impacto negativo del conflicto en Oriente Próximo se vería compensado por el mayor dinamismo de la actividad en la parte final de 2025. Este ritmo de crecimiento implicaría, no obstante, una ligera desaceleración con respecto al 3,6 % registrado en 2025. Con todo, una eventual prolongación del conflicto en Oriente Próximo o una intensificación de las disrupciones en los mercados energéticos podrían dar lugar a un deterioro significativo de estas perspectivas.

El ataque a Irán podría alterar, asimismo, la tendencia de moderación de la inflación a escala global. En enero, la inflación global se situó en el 2,7 %, la misma tasa que en diciembre, pero 1,1 puntos porcentuales (pp) y 0,2 pp por debajo de los registros observados a comienzos y a mediados del año pasado, respectivamente. En Estados Unidos, los precios al consumidor crecieron un 2,4 % en enero y febrero, por debajo del 2,7 % registrado en diciembre; en China, por el contrario, el descenso de la inflación en enero fue más acusado —de 0,6 pp, hasta el 0,2 %—, si bien en febrero se produjo un repunte significativo —hasta el 1,3 %—, condicionado en gran medida por la celebración del Año Nuevo Lunar. En este contexto, la continuación del proceso de desinflación a escala global estará condicionada —más allá de los desarrollos en materia arancelaria— por la intensidad y persistencia del *shock* energético vinculado al conflicto en Oriente Próximo, así como por el riesgo de nuevas disrupciones en las cadenas globales de valor.

El contexto marcado por el conflicto en Oriente Próximo implica una revisión a la baja de las perspectivas sobre la actividad económica en el área del euro en 2026 y 2027. En el último trimestre de 2025, el PIB del área del euro se expandió un 0,2 %, ligeramente por debajo de la tasa registrada en el trimestre anterior —0,3 %— y, en términos generales, en línea con lo previsto. En el conjunto de 2025, la economía de la UEM creció un 1,5 %, frente al 0,9 % observado en 2024. De acuerdo con las últimas previsiones del BCE, la actividad económica se expandiría un 0,9 % en 2026 y un 1,3 % en 2027, lo que supone una revisión a la baja de 0,3 pp y 0,1 pp, respectivamente, en relación con lo previsto en diciembre. Cabe destacar, además, que estas previsiones se encuentran sujetas a riesgos a la baja, en un contexto marcado por la intensificación del conflicto en Oriente Próximo y por la acusada volatilidad de los mercados energéticos. En este sentido, el BCE ha elaborado escenarios alternativos basados en un aumento de la intensidad y en la prolongación de la duración del conflicto bélico que, en el caso más severo, situarían la tasa de crecimiento del PIB del área del euro en el 0,4 % en 2026 y en el 0,9 % en 2027.

Las previsiones de inflación del área del euro, por su parte, se revisan al alza para 2026 y 2027, por el incremento de los precios energéticos. Las tasas de inflación general y subyacente de la UEM se situaron en febrero en el 1,9 % y el 2,4 %, respectivamente, en línea con lo previsto y dos décimas por encima de los registros observados en enero. En el conjunto de 2025, la inflación del área del euro se situó en el 2,1 %, tres décimas por debajo del promedio registrado en 2024. De acuerdo con las últimas previsiones del BCE, la inflación media alcanzaría el 2,6 % en 2026 y el 2 % en 2027, lo que supone una revisión al alza de 0,7 pp y 0,1 pp, respectivamente, frente a lo previsto en el ejercicio de previsiones de diciembre. Cabe señalar, no obstante, que estas proyecciones están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado —posiblemente mayor que el asociado a las previsiones de actividad—, condicionado en gran medida por la imprevisibilidad vinculada al *shock* energético. En particular, escenarios alternativos elaborados por el BCE bajo supuestos de mayor persistencia del *shock* situarían la tasa de inflación en el 4,4 % en 2026 y en el 4,8 % en 2027.

En el ámbito de la política monetaria, durante los primeros meses de 2026 los bancos centrales de las principales economías avanzadas han mantenido sin cambios los tipos de interés oficiales, si bien las expectativas sobre su evolución se han revisado al alza tras el estallido de la conflagración en Oriente Próximo. Tras acumular una reducción de 75 pb entre septiembre y diciembre, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo en sus reuniones de enero y marzo el tipo de los fondos federales en un rango comprendido entre el 3,5 % y el 3,75 %. El BCE, por su parte, tampoco introdujo modificaciones en febrero y marzo, y mantuvo su tipo de interés oficial en el 2 %, nivel en el que permanece desde junio del año pasado. Las expectativas de los mercados financieros —que han mostrado recientemente una mayor volatilidad como consecuencia del encarecimiento de los precios energéticos, susceptible de alterar las trayectorias previstas de inflación y crecimiento— descuentan aproximadamente dos incrementos de los tipos de interés oficiales en el área del euro, mientras que no anticipan cambios en la orientación de la política monetaria en Estados Unidos.

La actividad económica en España ha registrado un dinamismo elevado y superior a lo previsto, tanto en el último trimestre de 2025 como en los primeros meses de 2026, lo que acarrearía una revisión al alza en el crecimiento del PIB en 2026 en un escenario previo al estallido del conflicto bélico. El crecimiento del PIB alcanzó el 0,8 % en el cuarto trimestre de 2025, 0,2 pp más que en el trimestre anterior y por encima de las previsiones del Banco de España, que anticipaban un crecimiento de entre el 0,6 % y el 0,7 %. La demanda interna y, en particular, el consumo privado y la inversión volvieron a mostrar un notable dinamismo. La contribución del consumo público fue nula, mientras que el sector exterior aportó negativamente al avance del producto, a pesar de la recuperación de las exportaciones. Los indicadores coyunturales más recientes sugieren que el ritmo de la actividad se moderará en el primer trimestre de 2026, hacia una tasa de crecimiento situada entre el 0,5 % y el 0,6 %. De acuerdo con esta evolución de la actividad en el último trimestre de 2025 y el primero de 2026, el crecimiento del PIB se revisaría al alza hasta el 2,4 % en 2026, frente al 2,2 % contemplado en el ejercicio de proyecciones de diciembre.

El actual ejercicio de proyecciones, sujeto a un grado de incertidumbre especialmente elevado como consecuencia del desarrollo del conflicto en Oriente Próximo, incorpora una revisión de una décima a la baja en la tasa de crecimiento del PIB prevista para 2026, hasta el 2,3 %, con

respecto al escenario previo al ataque a Irán. Esta revisión obedece a la incorporación de unos supuestos técnicos más desfavorables en relación con los precios de la energía y la evolución de los mercados exteriores —en comparación con los disponibles antes del conflicto y con los considerados hace tres meses—, lo que se ve parcialmente compensado por las medidas de apoyo fiscal adoptadas para mitigar los efectos de la crisis de Oriente Próximo. Respecto a 2027, el escenario central proyecta un crecimiento del 1,7 %, tres décimas por debajo de lo contemplado en el escenario previo al ataque a Irán y dos décimas por debajo de lo previsto en diciembre, como consecuencia del deterioro del entorno exterior y de la reversión del impulso fiscal. Cabe subrayar que estas previsiones descansan en el supuesto de una normalización relativamente rápida de los mercados energéticos, tal y como anticipaban los mercados de futuros a la fecha de cierre de los supuestos técnicos —11 de marzo—. Escenarios caracterizados por un encarecimiento más persistente de los precios energéticos y por disrupciones más intensas en las cadenas de valor globales podrían traducirse en una menor expansión de la actividad; en particular, las tasas de crecimiento del PIB en 2026 y 2027, en el escenario más severo, podrían reducirse hasta el 1,9 % y el 1,1 %, respectivamente.

La tasa de inflación general ha experimentado una desaceleración en los últimos meses, al reducirse desde el 3,2 % registrado en noviembre hasta el 2,5 % de febrero, mientras que la inflación subyacente se ha mantenido estable en el 3 %. La moderación de la inflación general responde, fundamentalmente, a la acusada caída de los precios energéticos, que ha sido parcialmente compensada por una aceleración del ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados. Por su parte, la estabilidad de la inflación subyacente refleja la elevada persistencia de los aumentos de los precios de los servicios, junto con un ligero repunte de los precios de los bienes industriales no energéticos en febrero en comparación con enero.

Con respecto al ejercicio de proyecciones de diciembre, la tasa de inflación general media esperada para 2026 se revisa al alza en el escenario central en 0,9 pp, hasta el 3 %. Por su parte, la tasa de inflación subyacente se situaría en el 2,7 %, dos décimas por encima de lo previsto en diciembre. Este mayor crecimiento de los precios previsto para 2026 refleja, fundamentalmente, la trayectoria reciente de la inflación, junto con el incremento de los precios energéticos a escala global, efectos que se verían compensados, parcialmente, por la reducción de la fiscalidad energética aprobada en marzo. En 2027, las tasas de inflación general y subyacente alcanzarían el 2,5 % y el 2,7 %, respectivamente, seis décimas por encima de lo previsto hace tres meses, como consecuencia de la evolución de los precios de las materias primas energéticas, la eliminación de las ayudas al transporte público a comienzos del año y el aumento previsto de la fiscalidad energética en la primavera de 2027 en comparación con el mismo período de 2026. Cabe señalar que escenarios caracterizados por disrupciones más prolongadas en los mercados energéticos podrían elevar las tasas de inflación de 2026 y 2027 hasta el 5,9 % y el 3,2 %, respectivamente.

Los riesgos en torno al escenario central de estas previsiones se consideran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y al alza en relación con la inflación. Como se ha señalado, el escenario central contempla una normalización relativamente rápida de los mercados del petróleo y del gas, que se han visto profundamente perturbados tras el estallido del conflicto en Oriente

Próximo. No obstante, una mayor intensidad del conflicto bélico y su prolongación durante varios meses —posibilidad que, a la luz de los acontecimientos más recientes, parece ganar más peso— mantendría elevadas las cotizaciones de las materias primas energéticas, aumentando la probabilidad de que se materialicen efectos de segunda ronda sobre los salarios y los precios a lo largo de la cadena productiva. Desarrollos de esta naturaleza podrían traducirse en un menor dinamismo de la actividad económica y en tasas de inflación más elevadas de las actualmente proyectadas en el escenario central, tal y como reflejan los escenarios alternativos considerados en este informe.

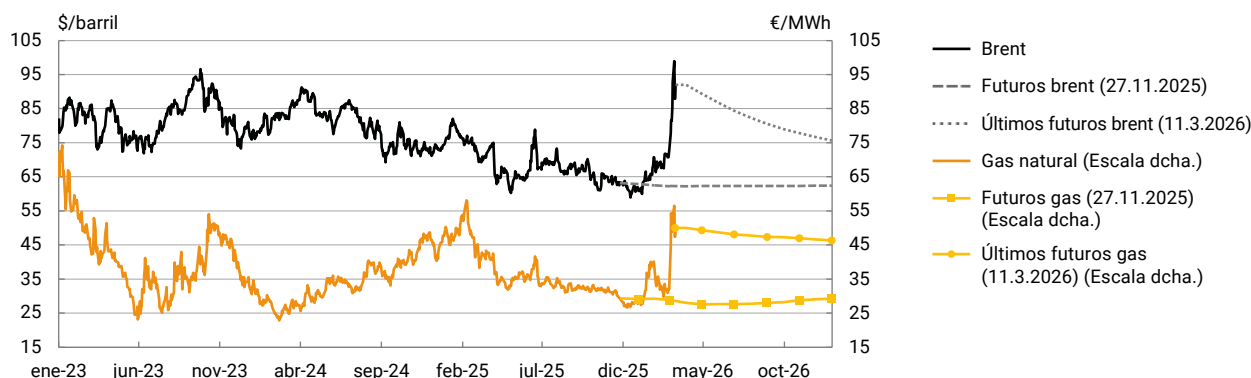
INFORME

1 El conflicto en Oriente Próximo ha elevado los precios de las materias primas energéticas, en un contexto de elevada incertidumbre sobre su duración y sobre el alcance final de sus efectos económicos

- El comienzo de los ataques de Estados Unidos e Israel sobre Irán el pasado 28 de febrero generó aumentos muy acusados en los precios de las materias primas energéticas a nivel global. Pese al papel relativamente limitado de Irán en la producción mundial de petróleo (4,4 %), el cierre casi total del estrecho de Ormuz tras el estallido del conflicto tiene una relevancia crítica para los mercados energéticos mundiales, dado que por este paso transitaba, antes de su cierre, en torno al 20 % del comercio mundial de crudo y de gas natural licuado (GNL).
- De este modo, con información hasta el 11 de marzo, en una situación de volatilidad muy elevada en los mercados, los precios del petróleo y del GNL han aumentado en torno a un 30 % y un 60 %, respectivamente, desde finales de febrero. No obstante, las cotizaciones de los mercados de futuros para el final de este año han registrado, en el caso del petróleo, un aumento inferior, de en torno al 11 % (gráfico 1.a).
- Las repercusiones económicas del conflicto dependerán de su duración e intensidad, del tiempo que permanezca cerrado el estrecho de Ormuz y de la rapidez con la que se normalicen posteriormente el transporte y la producción energética en la región¹. Todo ello introduce una incertidumbre muy elevada sobre las perspectivas de la economía global.

Gráfico 1

1.a Precios y futuros gas y petróleo



FUENTE: LSEG.

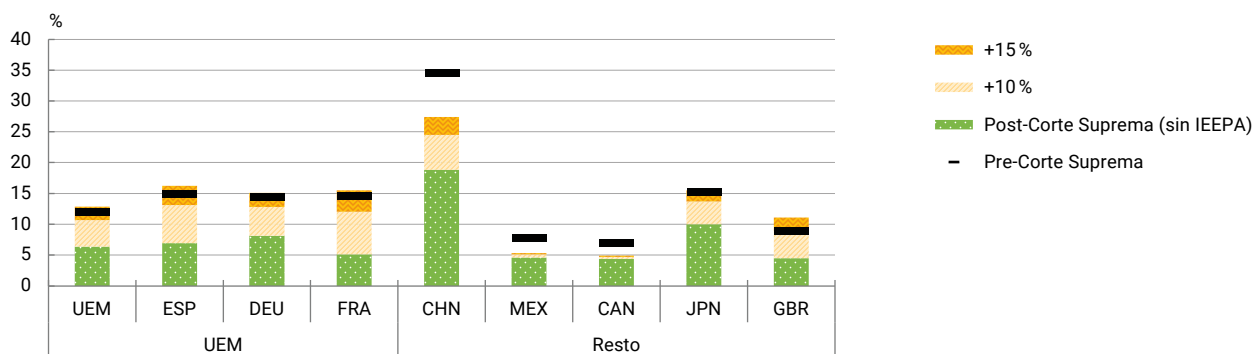
¹ En función del desarrollo del conflicto, otro riesgo provendría del daño que eventuales ataques podrían causar en las instalaciones energéticas de otros países productores de la región, responsables, en conjunto, de casi el 30 % de la producción mundial de petróleo y el 20 % de la de GNL.

2 Un segundo foco de incertidumbre, de menor entidad que el asociado al conflicto bélico, proviene del ámbito comercial: el fallo de la Corte Suprema de los Estados Unidos conlleva una reducción de los aranceles, si bien persisten dudas sobre su evolución futura

- La Corte Suprema de los Estados Unidos dictaminó en febrero que la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA, por sus siglas en inglés) no autoriza al Gobierno estadounidense a imponer aranceles sin la aprobación del Congreso, lo que deja sin validez jurídica parte del esquema arancelario instaurado desde abril de 2025. En respuesta, la Administración Trump ha impuesto un arancel temporal del 10 %, por un máximo de 150 días, y contempla la posibilidad de elevarlo hasta el 15 %, de acuerdo con la legislación que permite aplicar aranceles por motivos asociados a problemas en la balanza de pagos².
- En conjunto, los aranceles aplicados por Estados Unidos se han reducido, aunque de forma heterogénea por países. Así, algunos como China, Canadá y México han experimentado reducciones más elevadas —de hasta 10 pp en el caso de China—, mientras que en la UEM el descenso del arancel efectivo sería muy reducido —en torno a 1 pp— o incluso nulo si se elevase eventualmente hasta el 15 % (gráfico 2.a). Existe, además, una notable heterogeneidad por productos: casi el 60 % de las exportaciones de la UEM y de España a Estados Unidos afrontan una reducción en los aranceles, frente a un tercio que registra ligeros aumentos³.
- De cara al futuro, tras los 150 días de vigencia inicial de los nuevos aranceles temporales, su prolongación debería basarse en legislaciones que, en la mayoría de los casos, solo permiten establecer aranceles de forma permanente para sectores específicos, lo que acarrearía aranceles diferenciados en función del producto. De este modo, la incertidumbre sobre la política comercial norteamericana es ahora incluso más elevada, especialmente a medio plazo.

Gráfico 2

2.a Aranceles efectivos de EEUU: escenarios posteriores al fallo de la Corte Suprema (a)



FUENTES: Global Trade Alerts y Banco de España.

a Se comparan cuatro situaciones: 1) situación antes del fallo de SCOTUS, 2) situación después del fallo, 3) recargo arancelario global temporal a partir del 24 de febrero: +10 % (actualmente en vigor) y 4) recargo arancelario global temporal a partir del 24 de febrero: +15 % (máximo contemplado bajo el marco vigente). El recargo sería temporal (hasta 150 días), salvo prórroga legislativa. Los aranceles del 10 % y del 15 % no se aplican de forma homogénea entre países, ya que el impacto efectivo depende del peso relativo que tienen en sus exportaciones los bienes exentos del arancel. Entre las principales excepciones, destacan los productos cubiertos por la sección 232 de la Ley de Expansión del Comercio de 1962 (como el acero y el aluminio), que ya están sujetos a otros gravámenes; los bienes que cumplen las reglas de origen del USMCA, en el caso de Canadá y México, y ciertos productos recogidos en el anexo II de la orden gubernamental.

2 Asimismo, siguen vigentes los aranceles basados en razones de seguridad nacional y prácticas comerciales injustas, como los aplicados a las importaciones de acero y aluminio.

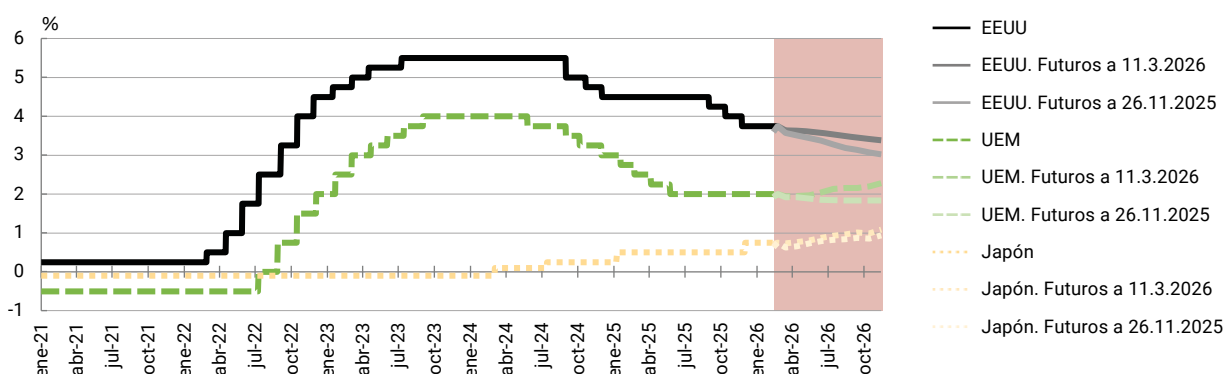
3 En esta situación, la tramitación del acuerdo comercial entre Estados Unidos y la UE acordado el pasado julio se ha suspendido.

3 Los tipos de interés oficiales se mantenían estables a principios de año, aunque las expectativas han repuntado tras el estallido del conflicto bélico

- En los primeros meses del año, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sin cambios los tipos de interés oficiales (gráfico 3.a). El BCE, el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal estadounidense mantuvieron en marzo los tipos oficiales⁴.
- De cara al futuro, los mercados anticipan una evolución más restrictiva de los tipos de interés respecto a lo esperado a finales de 2025, en consonancia con las previsibles presiones inflacionistas asociadas al **aumento de los precios de las materias primas energéticas** tras el estallido del conflicto en Oriente Próximo. En concreto, en Estados Unidos aún se prevé algún recorte adicional este año, aunque con menos intensidad que hace tres meses, mientras que en la zona del euro las expectativas de mercado apuntan ahora a una ligera subida de los tipos, en contraste con la relativa estabilidad proyectada tres meses atrás. Por su parte, en Japón, las expectativas de mercado continúan señalando aumentos futuros del tipo de interés oficial, sin cambios significativos.
- Respecto a las economías emergentes, en los primeros meses del año predominó una tónica de estabilidad, si bien las expectativas de los mercados apuntan también a una evolución algo más restrictiva de los tipos de interés oficiales, asociada a los potenciales efectos inflacionistas del conflicto bélico y a los movimientos que realice la Reserva Federal. En el caso de China, en un contexto de inflación muy reducida, la autoridad monetaria continúa su política de relajación paulatina como parte del paquete de medidas de estímulo económico.

Gráfico 3

3.a Tipos de interés oficiales observados y futuros (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Banco de España y Reserva Federal.

a Tipos de interés descontados por los respectivos mercados de futuros (futuros sobre el tipo de interés de la Reserva Federal en cada mes, futuros sobre el tipo de interés *overnight* del área del euro y futuros sobre el tipo de interés *overnight* de Japón).

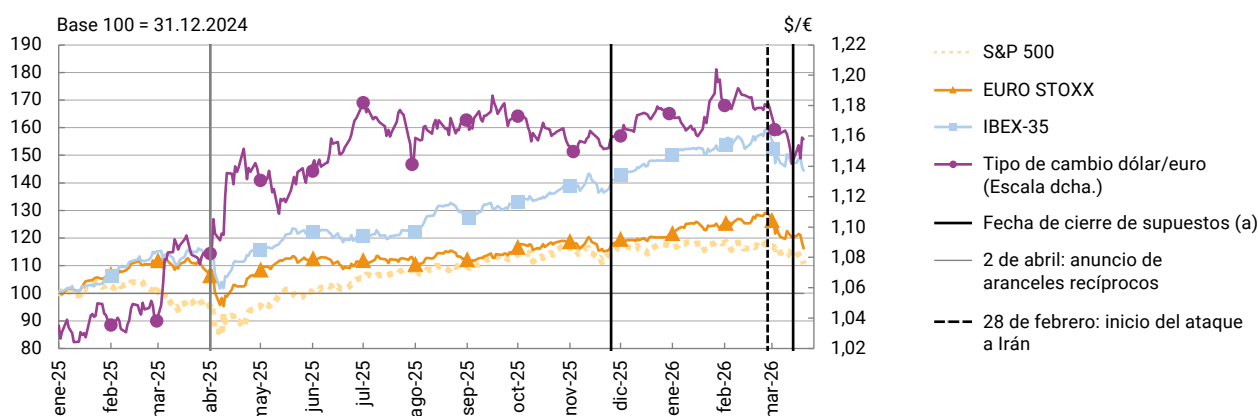
4 El Banco de la Reserva de Australia ha elevado, en su reunión de marzo, el tipo de interés oficial tras el estallido del conflicto.

4 El conflicto en Oriente Medio ha desestabilizado los mercados financieros, provocando caídas en los índices bursátiles y repuntes en los tipos de interés a largo plazo

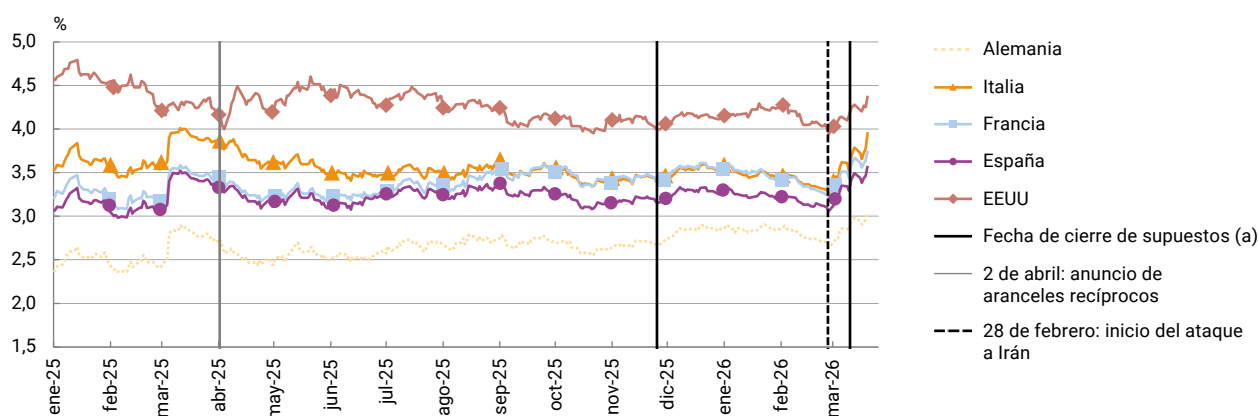
- Los principales índices bursátiles han registrado correcciones y un aumento de la volatilidad tras el inicio de los ataques de Estados Unidos e Israel a Irán. Dichos ataques dieron lugar a un fuerte repunte de los **precios del petróleo y del gas natural**, y generaron el temor a mayores presiones inflacionistas y a un menor crecimiento económico. Desde el comienzo del trimestre, el S&P 500 y el EURO STOXX han retrocedido un 3,5 % y un 2,4 %, respectivamente. Por su parte, el IBEX-35 ha descendido un 2,3 %. El índice Nasdaq mostró un mayor descenso (-5 %) por las dudas acerca de las elevadas valoraciones del sector tecnológico.
- Los ataques a Irán desencadenaron un repunte de las rentabilidades de los bonos soberanos a largo plazo de Estados Unidos y de la UEM, lo que reflejó la revisión al alza de las **sendas esperadas de tipos de interés oficiales** vinculada con los efectos inflacionistas de esta perturbación.
- En los mercados cambiarios, el dólar se apreció de forma significativa frente a las principales divisas tras la escalada de las tensiones bélicas, beneficiándose de la posición de Estados Unidos como productor de energía y de posibles flujos refugio. Desde inicios de año, el dólar acumula una apreciación del 1,35 % frente al euro, revirtiendo la depreciación observada en enero.

Gráfico 4

4.a Índices bursátiles y tipo de cambio



4.b Tipos de interés de la deuda soberana a diez años



FUENTES: LSEG Datastream y Bloomberg Data License. Última observación: 19 de marzo de 2026.

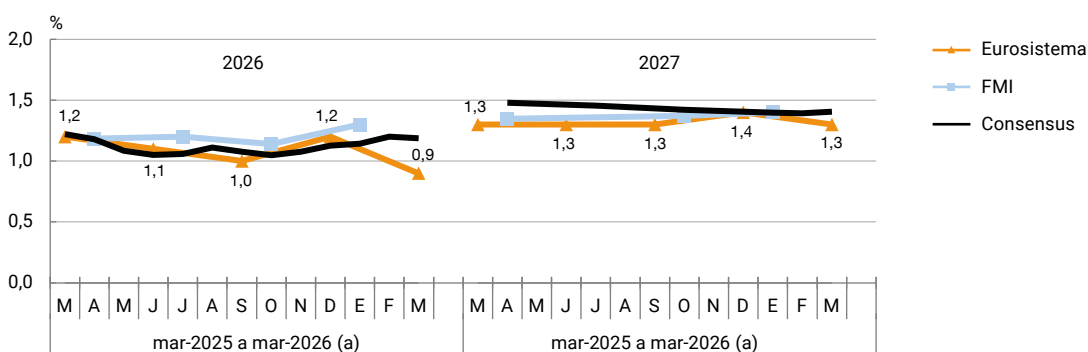
a Referidas al ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2025 (26 de noviembre) y marzo de 2026 (11 de marzo).

5 La actividad económica de la UEM venía registrando una cierta resiliencia a finales de 2025, si bien las previsiones del BCE contemplan una revisión a la baja como consecuencia del impacto del *shock* energético

- En el último trimestre de 2025, el PIB del área del euro se expandió un 0,2 %, ligeramente por debajo de la tasa registrada en el trimestre anterior –0,3 %–. El crecimiento del PIB se situó, en términos generales, en línea con lo previsto en el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de diciembre, si bien el crecimiento de la actividad en Alemania, Francia, España e Italia sorprendió al alza⁵.
- Sin embargo, el **fuerte aumento del precio de las materias primas energéticas** tras el estallido del conflicto en Irán empeora las perspectivas económicas para la economía global y, en particular, para el área del euro. Así, el ejercicio de proyecciones del BCE de marzo revisa sensiblemente a la baja sus expectativas de crecimiento para la región y contempla un incremento del PIB real del 0,9 % en 2026 y del 1,3 % en 2027 –0,3 pp y 0,1 pp por debajo de las proyecciones de diciembre para 2026 y 2027, respectivamente– (gráfico 5.a)⁶.
- Dada la extraordinaria incertidumbre sobre la evolución del conflicto bélico y su impacto económico a lo largo del horizonte de proyección, el BCE ha publicado dos **escenarios alternativos** que incorporan un aumento más agudo y persistente de los precios de las materias primas energéticas. Estos escenarios reflejarían un deterioro más acusado del entorno internacional, además de una propagación más intensa del *shock* energético a través de efectos indirectos y de segunda ronda.

Gráfico 5

5.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: FMI, Consensus Economics y Eurosistema.

a Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

5 A pesar de estas sorpresas positivas en las principales economías del área del euro, el agregado se comportó conforme a las previsiones, reflejando, sobre todo, el fuerte descenso del PIB en Irlanda (–3,8 %).

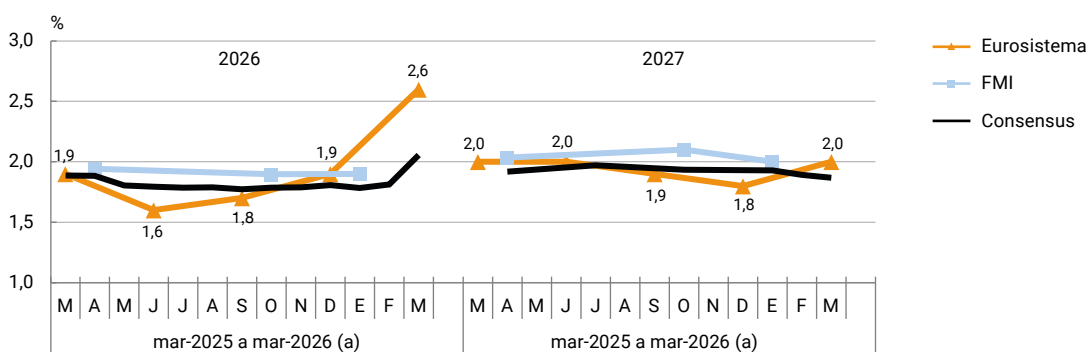
6 Estas previsiones están basadas en la evolución esperada de los precios de las materias primas energéticas según los mercados de futuros hasta el 11 de marzo, que es la fecha de cierre del ejercicio de proyecciones del BCE.

6 La inflación se mantuvo cerca del objetivo del 2 % hasta febrero, en línea con lo previsto, pero a partir de marzo se espera un repunte que reflejaría el impacto del *shock* energético

- La tasa de variación interanual del IAPC de la UEM aumentó hasta el 1,9 % en febrero, conforme a lo esperado en diciembre, como resultado de un valor superior al previsto de la inflación de la energía y los servicios, que se vio compensado por una sorpresa levemente a la baja tanto en los bienes industriales no energéticos como en los alimentos. La inflación subyacente aumentó hasta el 2,4 %, en consonancia con las previsiones.
- El ejercicio de proyecciones del BCE de marzo incorpora un repunte significativo, aunque temporal, de la inflación en la UEM en el segundo trimestre del año, que reflejaría el nuevo escenario de los precios energéticos. En particular, la previsión de inflación para el conjunto de 2026 se revisa 0,7 pp al alza, hasta el 2,6 %, y se prevé que el impacto del *shock* energético tenga un elevado componente transitorio, de forma que la inflación se reduciría hasta el 2 % en 2027 —0,2 pp más de lo previsto en diciembre— (gráfico 6.a). En el escenario central, se espera que el aumento de los precios energéticos se traslade de forma limitada al resto de los componentes, con lo que la inflación subyacente se situaría en el 2,3 % y el 2,2 % en 2026 y 2027, respectivamente (0,1 pp y 0,3 pp por encima de las previsiones previas).
- Como en el caso de la actividad, estas previsiones están rodeadas de una incertidumbre muy elevada asociada a la trayectoria futura del conflicto bélico, cuyo impacto sobre la inflación se recoge en los **escenarios alternativos** publicados por el BCE.

Gráfico 6

6.a UEM. Previsiones de inflación



FUENTES: FMI, Consensus Economics, Eurozona y Eurostat.

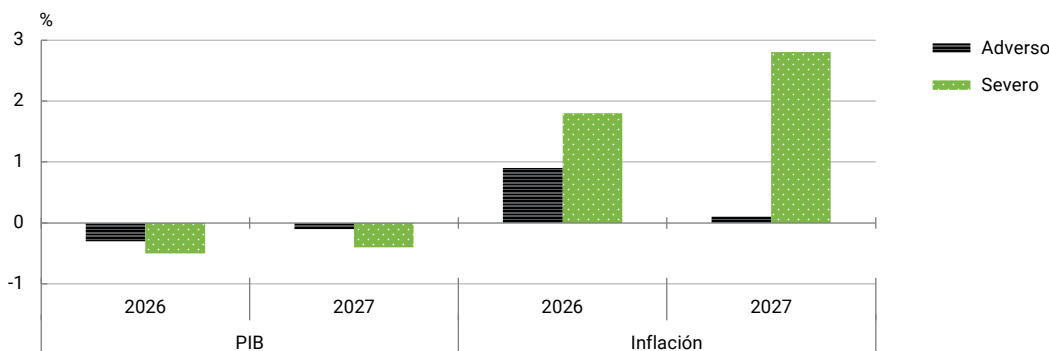
a Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

7 Dada la elevada incertidumbre, el ejercicio de proyecciones del BCE de marzo contempla dos escenarios alternativos que cuantifican el impacto sobre la actividad y la inflación de una mayor duración e intensidad del conflicto bélico

- El denominado escenario adverso contempla un aumento más acusado de los precios de la energía —respecto a lo contemplado por los mercados de futuros a fecha 11 de marzo—, un incremento significativo de la incertidumbre y un mayor deterioro de la actividad a nivel global. En concreto, supone que los precios del petróleo y del gas natural alcanzarán, en el segundo trimestre de 2026, un máximo de 119 dólares por barril y 87 euros por MWh, respectivamente, antes de converger a las hipótesis del escenario central en el tercer trimestre de 2027. Además, este escenario incorpora efectos indirectos y de segunda ronda más intensos que el escenario central, al objeto de capturar posibles no linealidades en la propagación del *shock* energético hacia el resto de los precios de la economía. De acuerdo con este escenario adverso, la inflación de la UEM podría ascender hasta el 3,5 % en 2026⁷ —0,9 pp por encima del escenario central—, aunque se moderaría en 2027, hasta el 2,1 % —0,1 pp por encima del escenario central— (gráfico 7.a). Por su parte, el crecimiento del PIB se revisaría a la baja en 0,3 pp respecto al escenario central, hasta el 0,6 % en 2026 y el 1,2 % en 2027 —0,1 pp por debajo del escenario central—.
- El denominado escenario severo se basa en un incremento de los precios de la energía más acusado y persistente, una mayor incertidumbre y unos efectos indirectos y de segunda ronda aún más intensos que en el escenario adverso. En particular, se asume que los precios del petróleo alcanzarán un máximo de 145 dólares por barril y los del gas natural 106 euros por MWh en el segundo trimestre de 2026 y, además, se asume que permanecerán en niveles elevados a lo largo del horizonte de proyección. En este escenario, el impacto sobre la inflación general sería más elevado y duradero, y se situaría en el 4,4 % en 2026 y en el 4,8 % en 2027, reflejando la activación de efectos significativos de segunda ronda, dada la mayor persistencia del aumento de los precios energéticos. Por su parte, el avance del PIB del área del euro se moderaría hasta el 0,4 % en 2026 y el 0,9 % en 2027.

Gráfico 7

7.a UEM. Desviaciones de las previsiones de crecimiento del PIB y la inflación respecto al escenario central



FUENTE: BCE.

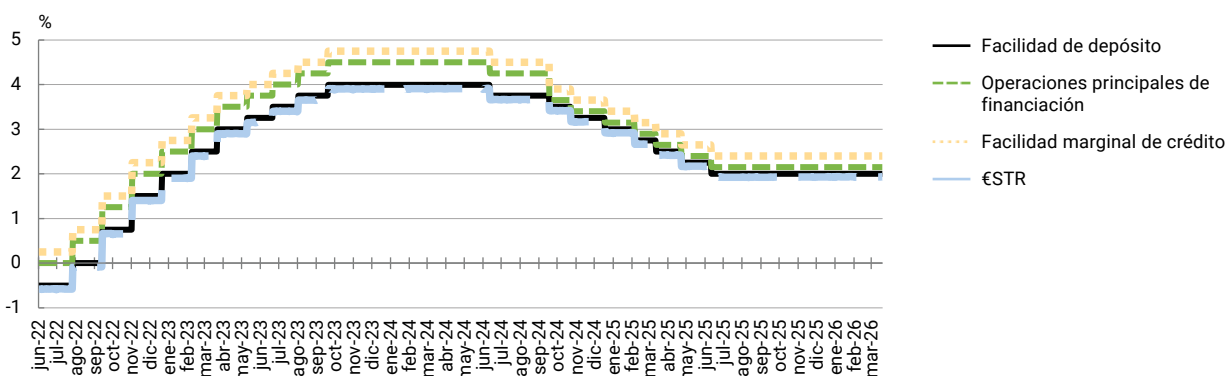
⁷ Las previsiones realizadas bajo estos posibles escenarios relativos a la evolución del conflicto bélico y su impacto sobre los precios de las materias primas energéticas no consideran ningún tipo de reacción adicional de la política monetaria o la política fiscal al *shock* energético.

8 El BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales

- En su reunión de marzo, el Consejo de Gobierno del BCE dejó sin variación los tres tipos de interés oficiales, con lo que el tipo de la facilidad de depósito permanece en el 2 % (gráfico 8.a).
- La guerra en Oriente Próximo ha creado riesgos al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento económico, que hacen que **las perspectivas económicas sean muy inciertas**. Las implicaciones a medio plazo dependerán tanto de la intensidad y duración del conflicto como de la propagación del *shock*, esto es, del modo en que los precios de la energía afecten a los precios de consumo y a la economía.
- El Consejo de Gobierno considera que se encuentra bien posicionado para afrontar esta incertidumbre, dado que la inflación se ha situado en torno al objetivo del 2 %, las expectativas de inflación a más largo plazo están ancladas y la economía ha mostrado resiliencia en los últimos trimestres. En estas circunstancias, el órgano rector permanecerá atento a la evolución de la situación.
- El Consejo de Gobierno seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar la orientación apropiada de la política monetaria, manteniendo su determinación de asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.
- El Consejo de Gobierno también enfatizó su disposición a ajustar todos los instrumentos que se encuentren en el ámbito de su mandato para garantizar que la inflación se estabilice de manera sostenible en el objetivo a medio plazo y para preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

Gráfico 8

8.a Tipos de interés oficiales del BCE y €STR



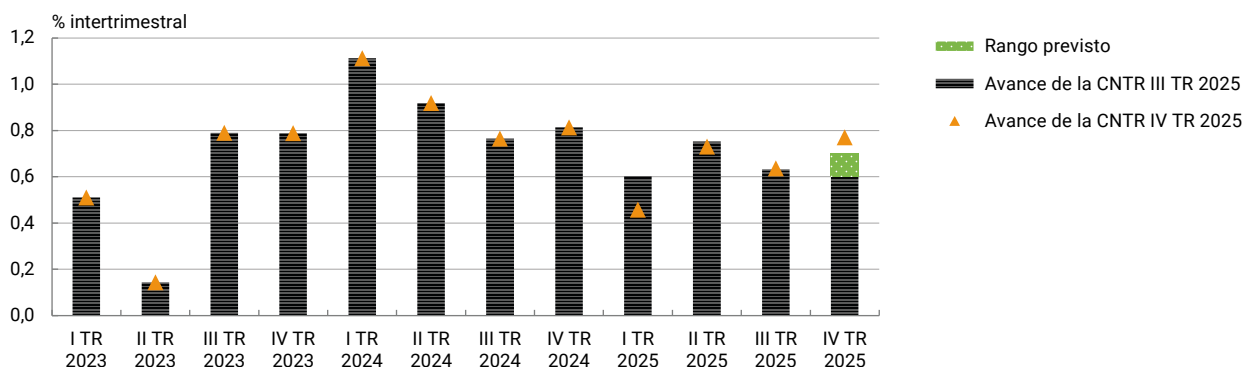
FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 19 de marzo de 2026.

9 El ritmo de crecimiento de la economía española se elevó hasta el 0,8 % en el cuarto trimestre, por encima de lo previsto

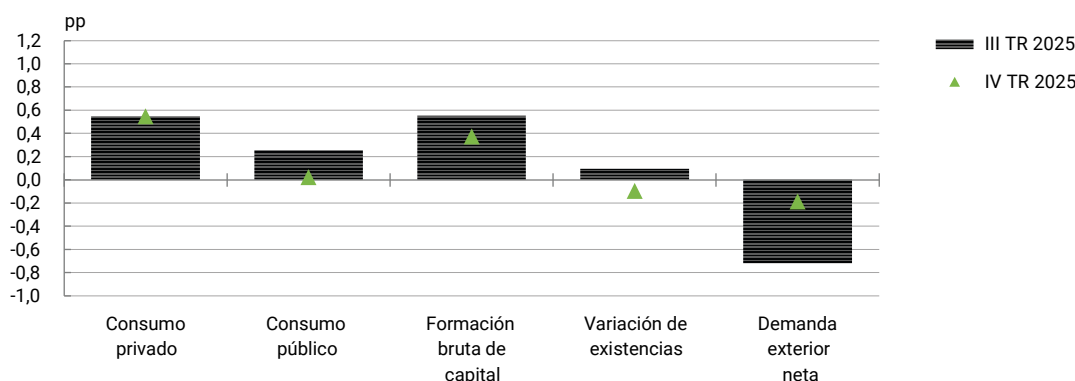
- El PIB de la economía española avanzó un 0,8 % en el cuarto trimestre de 2025, por encima del avance registrado en el tercer trimestre (0,6 %) y del rango previsto en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre —entre el 0,6 % y el 0,7 %— (gráfico 9.a).
- Esta aceleración de la actividad reflejó la aportación menos negativa de la demanda exterior neta, a pesar del mayor incremento de las importaciones, y evidenció la recuperación de las exportaciones, tras la caída registrada en el tercer trimestre. Por el contrario, la contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB se moderó, aunque permaneció elevada, y la inversión y el consumo privado continuaron siendo los principales soportes del crecimiento en el último trimestre del año (gráfico 9.b).
- Desde la óptica de la oferta, algunas ramas de actividad mantuvieron un dinamismo elevado en el cuarto trimestre del año, como la construcción y los servicios de mercado, mientras que el ritmo de expansión fue prácticamente nulo tanto en la industria manufacturera como en los servicios de no mercado.

Gráfico 9

9.a Evolución del PIB en España



9.b Contribuciones al crecimiento del PIB en España



FUENTES: INE y Banco de España.

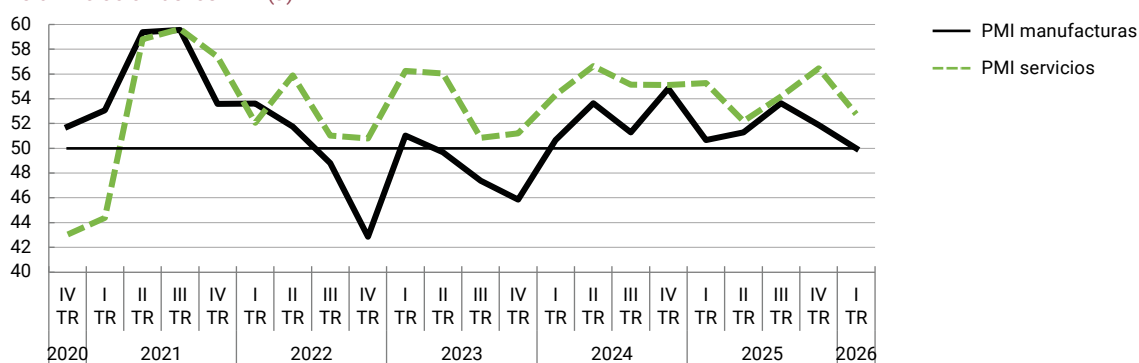


10 El crecimiento del PIB seguiría siendo elevado en el primer trimestre, aunque mostraría signos de cierta desaceleración, a partir de indicadores que, salvo en el caso del empleo, aún no recogen información posterior al estallido del conflicto en Irán

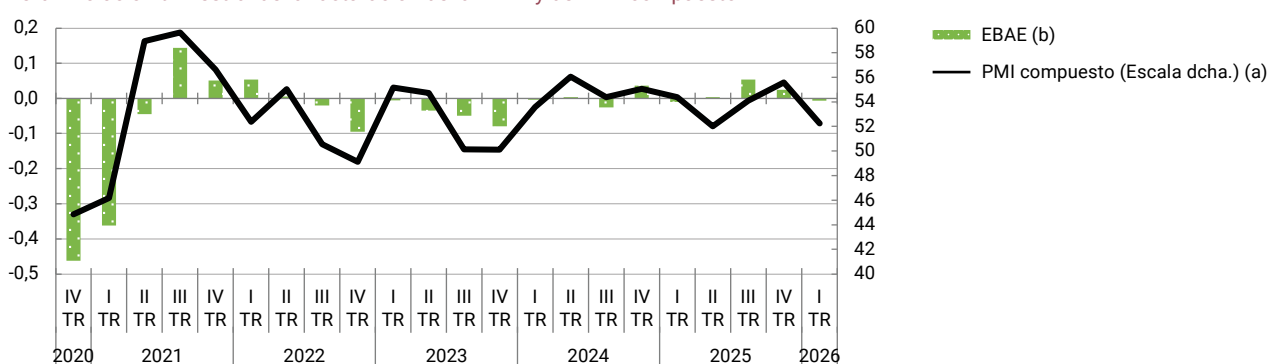
- El análisis conjunto de los distintos indicadores de **empleo**, **consumo** y confianza sobre el comportamiento de la actividad en el primer trimestre apunta a que el avance del PIB en este período podría situarse entre el 0,5 % y el 0,6 % intertrimestral, lo que supondría una cierta desaceleración con respecto al cuarto trimestre de 2025⁸.
- En esta dirección apuntan los indicadores de confianza más recientes, referidos al mes de febrero, que muestran señales de moderación. En concreto, tanto el PMI de servicios como el de manufacturas señalan una desaceleración del crecimiento en el primer trimestre, manteniéndose, en el caso de los servicios, en niveles elevados, coherentes con la continuación de la expansión económica (gráfico 10.a). Asimismo, los resultados de la EBAE sugieren que la facturación de las empresas españolas se habría contraído levemente en el primer trimestre (gráfico 10.b)⁹.
- En todo caso, conviene tener en cuenta que estos indicadores proporcionan una información parcial e incompleta sobre la evolución económica del primer trimestre del año y, en particular, solo incorporan datos correspondientes al período posterior al estallido del conflicto en Irán en el caso del **empleo**, con la evolución de la afiliación en la primera quincena del mes de marzo.

Gráfico 10

10.a Evolución de los PMI (a)



10.b Evolución trimestral de la facturación de la EBAE y del PMI compuesto



FUENTES: S&P Global y EBAE (Banco de España).

a El dato del PMI del primer trimestre de 2026 es el promedio de enero y febrero.

b Las respuestas cualitativas de la EBAE se traducen a una escala numérica según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2. Serie corregida de efectos estacionales.



8 Para más detalles, véase la parte de las proyecciones de este informe.

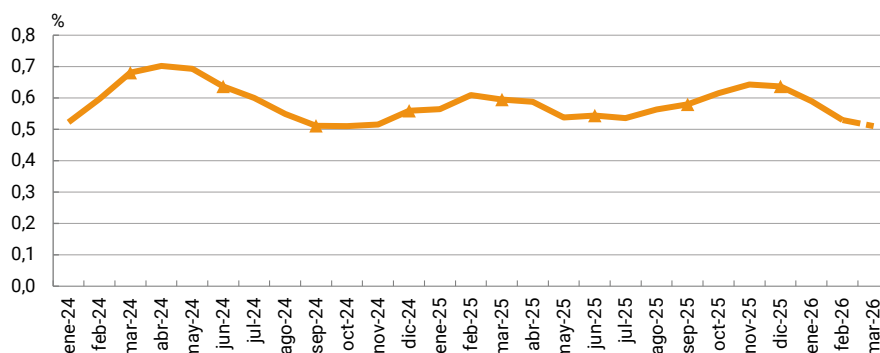
9 La encuesta se realizó entre el 9 y el 23 de febrero. Véase el **recuadro 2** de este informe con los resultados detallados de la encuesta.

11 El empleo mantendría en el conjunto del primer trimestre la desaceleración que se venía observando desde noviembre, aunque los datos referidos a la primera quincena de marzo no recogen un impacto negativo del conflicto bélico

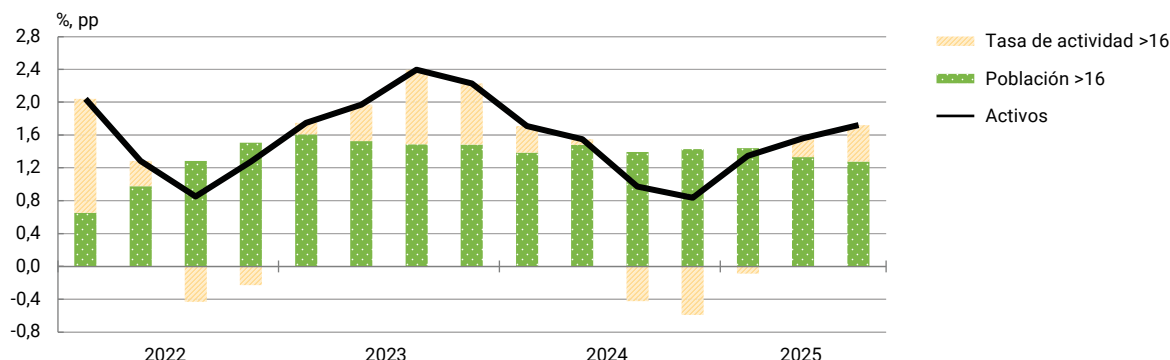
- Los datos mensuales de afiliación a la Seguridad Social vienen mostrando cierta desaceleración desde el pasado mes de noviembre. Así, en tasa intertrimestral desestacionalizada, la afiliación avanzó un 0,64 % en noviembre y se ha moderado hasta el 0,53 % en febrero (gráfico 11.a). La información disponible hasta el 13 de marzo mostraría un repunte de la creación de empleo en este mes, sin que se observe, por el momento, un impacto negativo tras el estallido del conflicto bélico en Irán.
- Con datos hasta febrero, la desaceleración de la afiliación afecta a la mayoría de las actividades, aunque resulta más intensa en la construcción, el transporte y las actividades inmobiliarias. Asimismo, la ralentización es generalizada entre CCAA, aunque algo más acusada en Extremadura, Principado de Asturias, Aragón y Cataluña.
- En este contexto, la tasa de paro continuó descendiendo en el último trimestre de 2025 —hasta el 10,2 % en términos de la serie desestacionalizada— y la oferta de trabajo siguió ampliándose gracias al aumento de la participación laboral (gráfico 11.b). Este aumento ha continuado siendo impulsado principalmente por la inmigración y el mayor dinamismo de la participación de los nacionales de más de 45 años, aunque, en los trimestres más recientes, destaca también el incremento de la tasa de actividad de los nativos de entre 25 y 44 años.

Gráfico 11

11.a Afiliación total. Tasas trimestrales de la serie desestacionalizada (a)



11.b Contribuciones a la variación interanual de los activos



FUENTES: Banco de España, INE y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a Tasa de variación del promedio de tres meses (siendo el último de ellos la referencia temporal) sobre el promedio de los tres meses anteriores de la serie desestacionalizada. El punto coincide con la tasa trimestral de cada trimestre natural. Para marzo de 2026 se incluye información hasta el 13 de marzo y las proyecciones para el resto del mes.

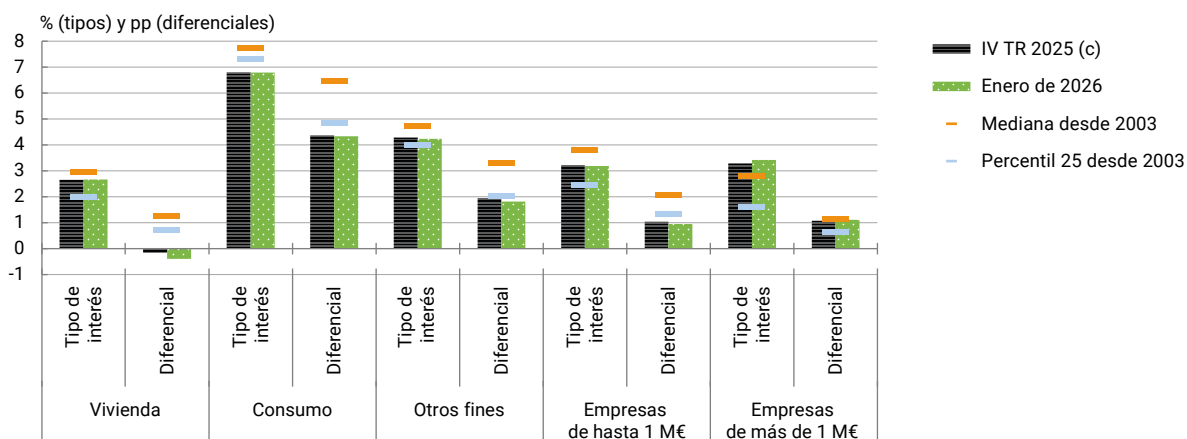


12 El coste de los nuevos préstamos registró escasas variaciones, con un ligero repunte en algunos segmentos

- Los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito apenas variaron en enero respecto al promedio del cuarto trimestre de 2025 (gráfico 12.a), período en el que la transmisión de la relajación de la política monetaria del BCE ya se encontraba prácticamente agotada. No obstante, en algún segmento ha comenzado a observarse un ligero repunte, que podría prolongarse de forma moderada o extenderse a otros segmentos en los próximos meses a la luz de las expectativas de los tipos de interés de referencia. En particular, el coste de los préstamos a empresas por importe superior a un millón de euros aumentó en enero 12 pb respecto al último trimestre del año pasado, hasta situarse en el 3,4 %.
- Los niveles de los tipos de interés del crédito se situaron, en general, por debajo de la mediana de la serie histórica desde 2003, salvo en el caso de los préstamos a empresas de importe superior a un millón de euros. En el crédito al consumo son relativamente más reducidos al encontrarse por debajo del percentil 25 de la serie disponible.
- En términos de los diferenciales respecto a los tipos de interés interbancarios de referencia, estos también permanecieron en niveles históricamente reducidos —por debajo del percentil 25 en todos los casos—, excepto en los préstamos a empresas de más de un millón de euros, en los que se situaron en torno a la mediana.

Gráfico 12

12.a Coste del crédito nuevo y su diferencial respecto a los tipos de interés del mercado interbancario (a) (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Tipo efectivo definición restringida (esto es, que excluye comisiones y gastos asociados) ajustado por componente estacional e irregular.
b Para cada finalidad el diferencial se calcula de cada plazo de crédito (según los publicados en el capítulo 19 del *Boletín Estadístico*) respecto al tipo interbancario correspondiente y se agrega mediante una media ponderada por el volumen de nuevas operaciones.
c IV TR 2025 es el promedio de octubre, noviembre y diciembre.

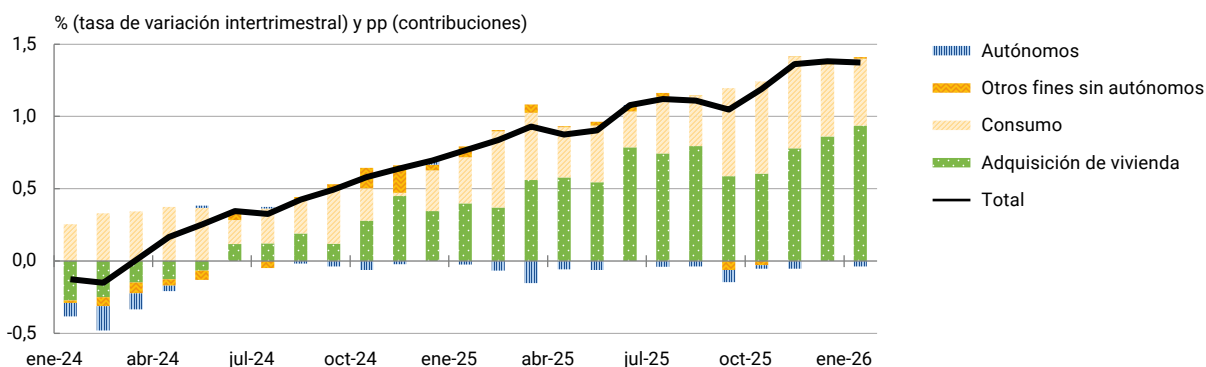


13 La financiación a los hogares se expandió impulsada por el crédito al consumo y la aceleración del destinado a vivienda...

- Según la **Encuesta de Préstamos Bancarios**, los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda no variaron en el cuarto trimestre de 2025, mientras que los aplicados al crédito al consumo y otros fines se endurecieron ligeramente. La demanda únicamente repuntó en el segmento de vivienda, aunque algo menos de lo previsto, y acumula siete trimestres consecutivos de aumento. Para el primer trimestre de 2026, los bancos esperan estabilidad, con la excepción de un leve endurecimiento de la oferta de hipotecas.
- Los préstamos vivos a los hogares intensificaron su crecimiento a finales de 2025 y alcanzaron una tasa intertrimestral del 1,4 % en enero, frente al 1,2 % registrado tres meses antes (gráfico 13.a). Esta aceleración respondió al mayor dinamismo del crédito para adquisición de vivienda, que aumentó un 1,3 % trimestral en enero, en un contexto en el que **el precio de la vivienda siguió repuntando y las compraventas de vivienda se estabilizaron en niveles altos**, no observados desde 2007.
- Por su parte, el crédito al consumo mantuvo un dinamismo elevado, aunque el crecimiento intertrimestral se redujo hasta el 2,9 % en enero, 1,2 pp menos que tres meses antes. Esta desaceleración respondió al menor avance de los créditos destinados a la compra de bienes duraderos, en línea con la moderación observada en este componente del **consumo**.

Gráfico 13

13.a Financiación a los hogares (a)



FUENTES: Banco de España.

a Datos desestacionalizados y ajustados de titulización. La tasa de variación intertrimestral se calcula como el flujo neto acumulado de tres meses entre el saldo del mes anterior.

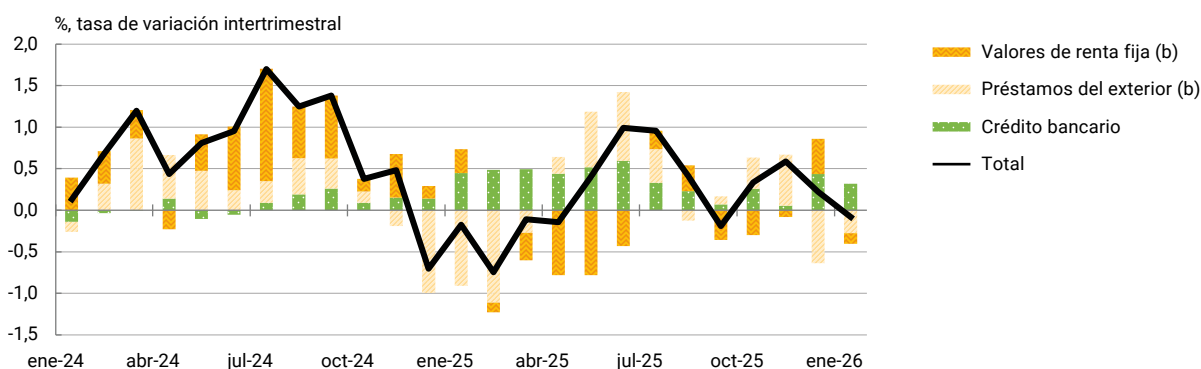


14 ... al tiempo que la financiación a las empresas mantuvo cierta atonía

- Según la [Encuesta de Préstamos Bancarios](#), la oferta de crédito a las empresas no varió en el cuarto trimestre de 2025, mientras que la demanda se redujo, de forma más intensa en el segmento de las grandes empresas. Los bancos no prevén cambios para el primer trimestre de 2026, con la excepción de una ligera reducción de la demanda de las pymes. Por su parte, las empresas percibieron una mejora en el acceso a la financiación, aunque más moderada que en trimestres anteriores, y esperan que esta continúe en el primer trimestre de 2026, de acuerdo con la [Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación](#).
- El saldo vivo de financiación recibida por las empresas mantuvo un crecimiento moderado a finales de 2025 y registró una ligera contracción en enero, a una tasa intertrimestral del 0,1 % (gráfico 14.a). Esta evolución respondió principalmente a la reducción de los préstamos procedentes del exterior y, en menor medida, al descenso de las emisiones de valores de renta fija; ambos componentes son, tradicionalmente, los más volátiles de la financiación empresarial. En enero, estas partidas acumulaban un aumento interanual del 2,4 % y una caída del 3,7 %, respectivamente. Por su parte, los préstamos bancarios continuaron mostrando cierta atonía, con un avance interanual del 2,9 % en los últimos doce meses.

Gráfico 14

14.a Financiación a las empresas no financieras (a)



FUENTE: Banco de España.

a Datos desestacionalizados. Los saldos de financiación bancaria incluyen titulización. La tasa de variación intertrimestral se calcula como el flujo neto acumulado de tres meses.

b Los valores emitidos en el exterior se excluyen de los préstamos del exterior y se incluyen en los valores de renta fija.

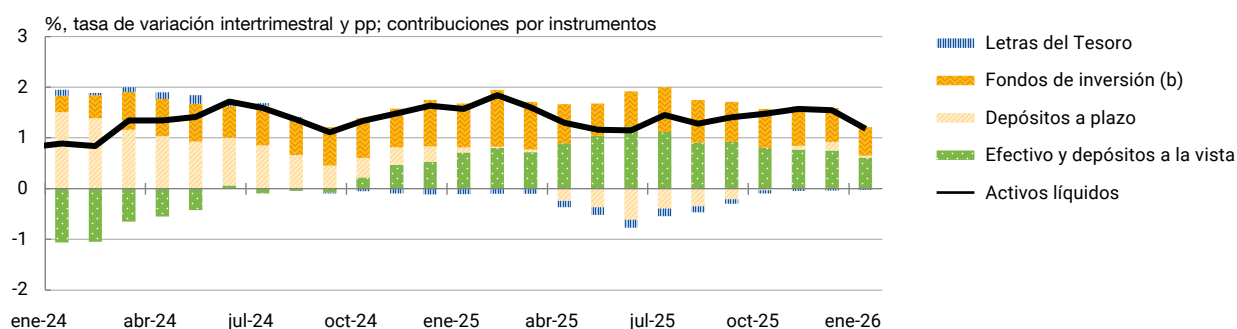


15 Los hogares y las empresas continuaron acumulando activos líquidos, con una recuperación de los depósitos a plazo

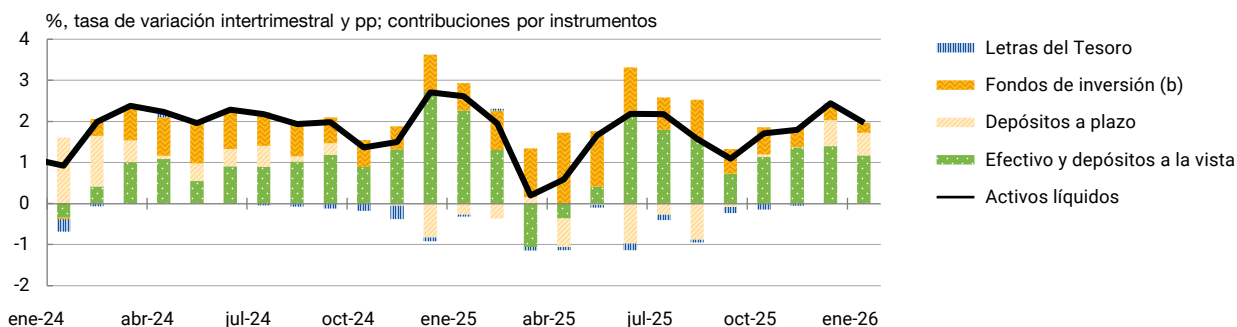
- Las tenencias de activos líquidos de los hogares mantuvieron el ritmo de avance en el cuarto trimestre de 2025 y registraron una desaceleración en enero (gráfico 15.a). Esta desaceleración fue generalizada por componentes, salvo en los depósitos a plazo, cuya remuneración dejó de disminuir y se situó en torno al 1,7 %. No obstante, los fondos de inversión continuaron incrementando su peso en la cartera de activos líquidos en los últimos meses, impulsados por el aumento de su valor. En el tercer trimestre de 2025, los activos líquidos representaban algo más de la mitad del total de la riqueza financiera de las familias, nivel ligeramente superior al promedio histórico.
- Por su parte, las empresas aceleraron la acumulación de activos líquidos a finales de 2025, manteniendo una tasa trimestral elevada en enero (gráfico 15.b). También en este caso se reanudó la inversión en depósitos a plazo, cuya remuneración aumentó 8 pb desde octubre, hasta el 1,9 %. El mayor atractivo de estos depósitos, junto con la revalorización de los fondos de inversión, elevó el peso de estos instrumentos. Todo ello refleja una posición de liquidez de las empresas holgada: en el tercer trimestre de 2025 los activos líquidos suponían más del 13 % del total de los activos financieros de las empresas, nivel elevado desde un punto de vista histórico, superior al percentil 90 desde 1999.

Gráfico 15

15.a Activos líquidos de los hogares (a)



15.b Activos líquidos de las empresas (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Datos desestacionalizados. La tasa de variación intertrimestral se calcula como el flujo neto acumulado de tres meses.
b Suscripciones netas (sin efectos valoración).

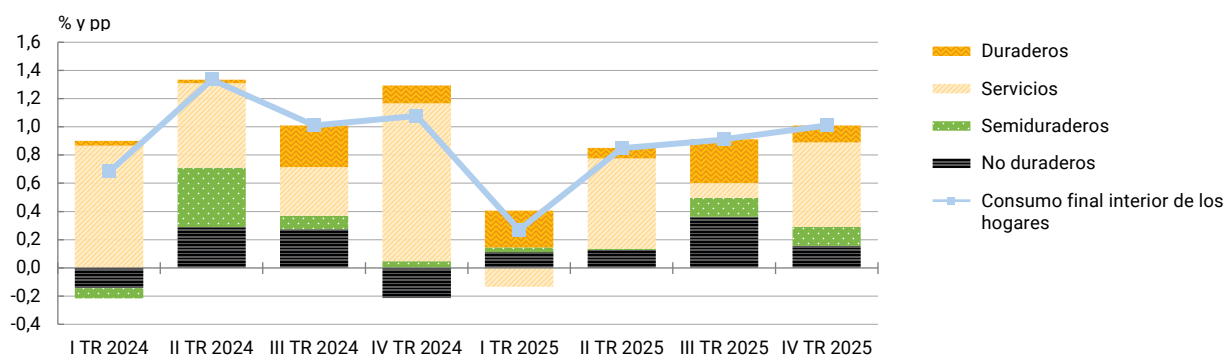


16 El consumo mantiene un crecimiento sólido en los primeros meses del año, aunque podría perder algo de dinamismo respecto al tramo final de 2025

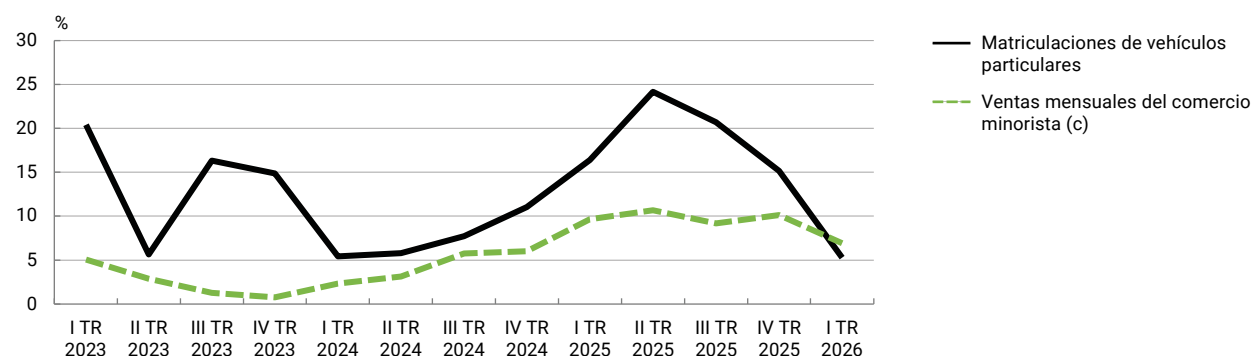
- En el cuarto trimestre de 2025, el consumo privado registró un notable dinamismo, similar al de los dos trimestres anteriores, impulsado principalmente por el consumo de servicios (gráfico 16.a). En el caso de los bienes duraderos, estos redujeron su contribución al avance total del consumo, en línea con una **ligera moderación del crédito al consumo registrada en este período**, aunque mantuvieron un dinamismo aún elevado.
- Los indicadores de consumo disponibles para el primer trimestre de 2026 apuntan a una moderación del crecimiento del gasto de los hogares (gráfico 16.b). Por un lado, el consumo de bienes duraderos muestra signos de ralentización adicional, como se observa, en particular, en la pérdida de dinamismo de las matriculaciones de vehículos en el mes de febrero, que moderaron su avance interanual hasta el 5,3 % (15,2 % en diciembre de 2025). Por otro lado, las ventas minoristas declaradas a la AEAT hasta febrero también indican una ligera desaceleración, al reducirse su tasa de crecimiento interanual desde el 10 % en diciembre de 2025 hasta el 7 % en febrero de 2026.

Gráfico 16

16.a Tasa de crecimiento intertrimestral del consumo final interior de los hogares y contribuciones de sus componentes (a)



16.b Indicadores de consumo. Tasas de crecimiento interanual (b)



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral), Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones y AEAT.

- a** La contribución de cada componente al consumo total se calcula a partir de las tasas de variación intertrimestral de los índices de volumen encadenados, ajustados de estacionalidad y calendario utilizando los pesos de cada componente en precios corrientes.
- b** Los datos de matriculaciones están desestacionalizados. Las ventas mensuales están deflactadas y corregidas de efectos estacionales y de calendario. Para el primer trimestre de 2026, la última información disponible es del mes de febrero.
- c** «Ventas mensuales» es un índice que proporciona la AEAT a partir de las ventas diarias interiores. El gráfico representa las ventas en el sector del comercio al por menor, excepto vehículos de motor y motocicletas.

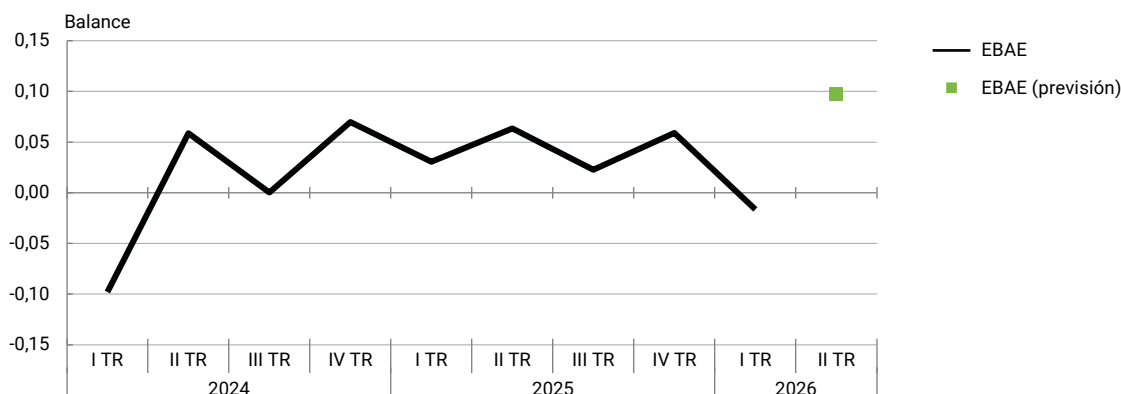


17 Tras el fuerte dinamismo de la segunda mitad de 2025, la inversión productiva se moderaría en el primer trimestre del año

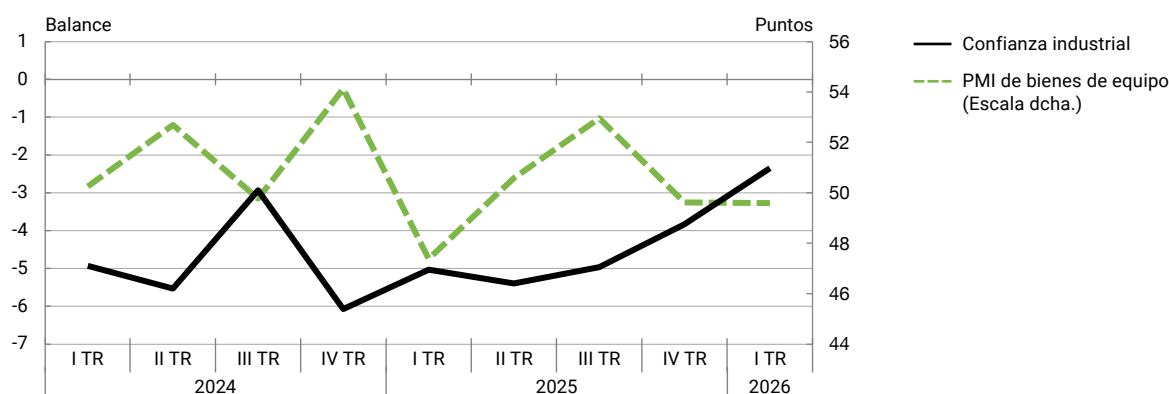
- En el cuarto trimestre de 2025, la inversión productiva volvió a mostrar un dinamismo elevado. Por componentes, este vigor se apoyó en las inversiones realizadas en equipo de transporte, aunque las materializadas en activos intangibles y otras construcciones crecieron también a un ritmo elevado. En contraposición, la inversión en otro tipo de maquinaria presentó un ligero descenso en el último trimestre del año pasado.
- Para los primeros meses de 2026, los indicadores disponibles sugieren una moderación en el ritmo de avance de la inversión productiva respecto al observado en los trimestres precedentes. En concreto, la información cualitativa de la EBAE apunta a que la inversión empresarial registraría un ligero retroceso en el primer trimestre del año (gráfico 17.a). Por otra parte, con un tono algo más positivo, la confianza industrial prosiguió su senda de mejoría en los primeros meses del año y el PMI del conjunto del sector industrial y, en particular, de la rama de bienes de equipo ha mostrado una práctica estabilidad respecto al trimestre pasado (gráfico 17.b).

Gráfico 17

17.a Evolución trimestral de la inversión de acuerdo con la EBAE (a)



17.b Indicadores cualitativos de inversión (b)



FUENTES: Banco de España, S&P Global y Comisión Europea.

a Último dato disponible de la EBAE: primer trimestre de 2026, previsión para el segundo trimestre de 2026.

b Último dato disponible para el PMI y la confianza industrial: febrero de 2026.

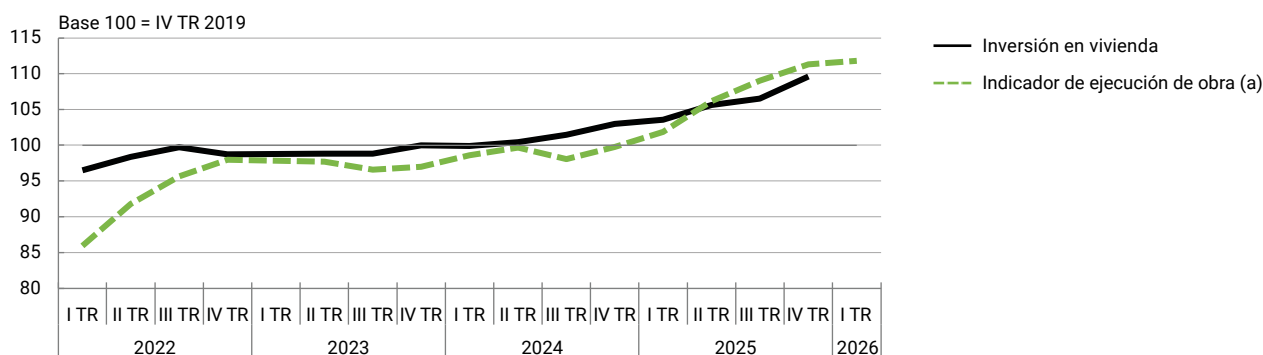


18 Los indicadores de vivienda muestran una desaceleración, en un contexto de escasez de oferta y demanda elevada que sigue presionando al alza los precios

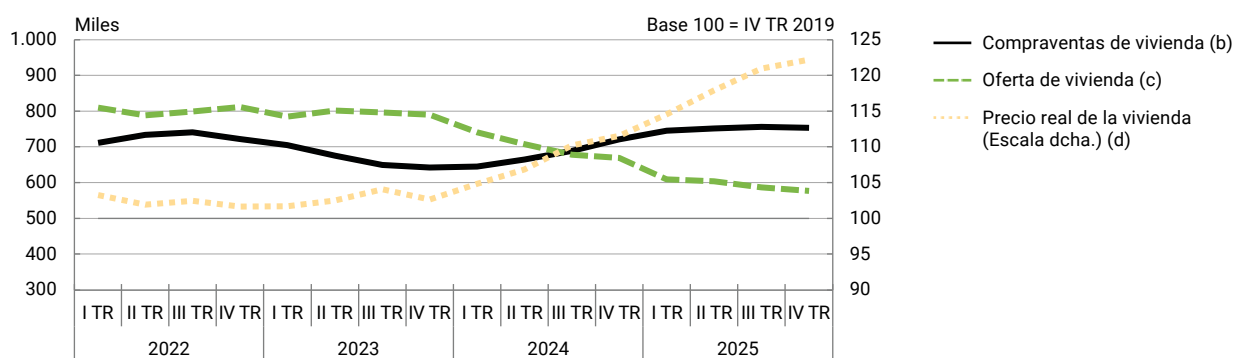
- Tras su notable aceleración en el último trimestre del año pasado, la inversión residencial podría perder algo de dinamismo a comienzos de 2026, a la luz de la desaceleración del indicador de ejecución de obra (gráfico 18.a) y la evolución a la baja de los insumos de la construcción, como el consumo de cemento y el **empleo en este sector**.
- Esta moderación reflejaría la estabilización del número de viviendas iniciadas, hasta un nivel cercano a las 140.000 unidades anuales, a pesar del reciente repunte de los visados de obra nueva residencial. Asimismo, en 2025 las viviendas terminadas se situaron por debajo de las iniciadas dos años antes. En conjunto, estos desarrollos sugieren la persistencia de fricciones en el sector que limitan el crecimiento de la oferta de vivienda nueva.
- El desajuste entre la fortaleza de la demanda y la rigidez de la oferta sostiene un crecimiento continuado del precio de la vivienda en términos reales, que alcanzó el 9,6 % en el cuarto trimestre del año para completar 2025 con un avance del 9,7 %, frente al 5,5 % observado en 2024 (gráfico 18.b)¹⁰.

Gráfico 18

18.a Inversión en vivienda e indicador de ejecución de obra



18.b Indicadores de oferta y demanda de vivienda y precio real



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, INE, Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible y Tinsa.

a Se asume un calendario de ejecución de tres meses desde que se emite el visado hasta el inicio de la obra y de dieciocho meses para la ejecución.

b Compraventas de vivienda firmadas ante notario en términos acumulados de doce meses.

c La oferta de vivienda se calcula como la suma del número de anuncios publicados en los principales portales inmobiliarios (oferta de segunda mano) y el número de certificaciones de fin de obra en los últimos doce meses (oferta de obra nueva).

d Deflactado por el IPC.



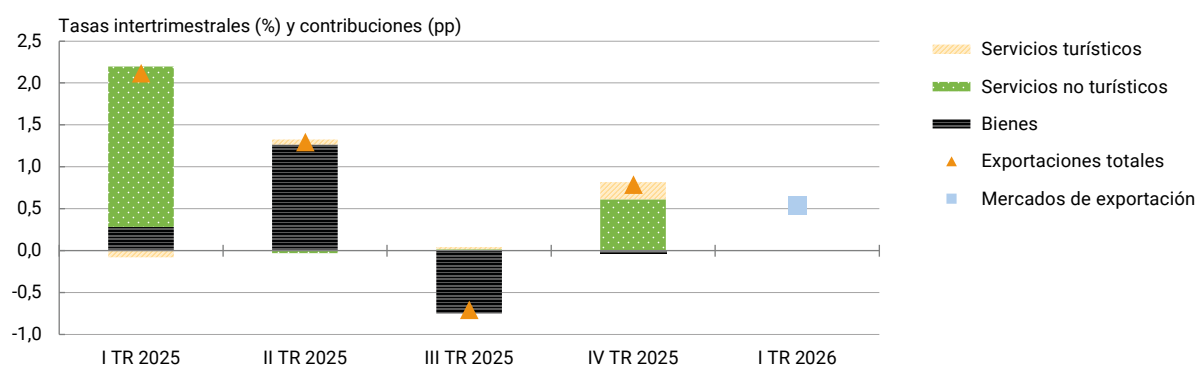
¹⁰ Por su parte, las compraventas de vivienda se estabilizaron en niveles elevados durante el segundo semestre de 2025, hasta registrar algo más de 750.000 transacciones en el cómputo del año, su mayor valor desde 2008.

19 Tras la debilidad observada en la segunda mitad de 2025, las exportaciones podrían verse impulsadas en el primer trimestre de 2026 por la mejora de los mercados de exportación y el dinamismo de los servicios no turísticos...

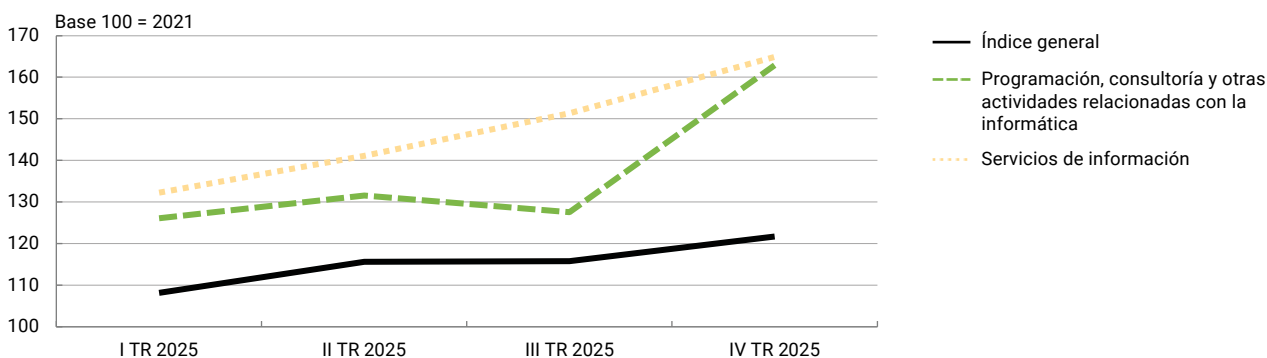
- En un contexto en el que la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento del PIB en los últimos trimestres del año, la debilidad de las exportaciones se concentró en los bienes. En particular, de acuerdo con Aduanas, las exportaciones de bienes apenas aumentaron un 0,9 % en 2025, lastradas por la atonía de las exportaciones de automóviles a los grandes países de la UEM y de productos energéticos, principalmente a Estados Unidos (gráfico 19.a). De acuerdo con la última Encuesta de Coyuntura de la Exportación, las empresas exportadoras declaran expectativas de mejora para el primer trimestre de 2026 —tras la caída de sus carteras de pedidos exteriores en el segundo semestre de 2025—, en consonancia con la mejoría prevista para los mercados de exportación.
- En cuanto a los servicios, en 2025 se normalizaron las exportaciones turísticas, moderando su avance tras los elevados registros de años anteriores. Este fenómeno continuaría en el primer trimestre de 2026, como reflejan los datos hasta febrero de pernoctaciones hoteleras de extranjeros y de llegadas de pasajeros aéreos internacionales. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos seguirían mostrando un sólido crecimiento —impulsadas por los servicios técnicos y de consultoría—, en línea con el dinamismo de los servicios de información —según el índice de producción del sector servicios del INE (gráfico 19.b)— y del PMI de servicios, que se mantuvo en terreno expansivo en los dos primeros meses del año.

Gráfico 19

19.a Crecimiento de las exportaciones reales y de los mercados de exportación



19.b Índice de producción del sector servicios



FUENTES: INE y BCE.

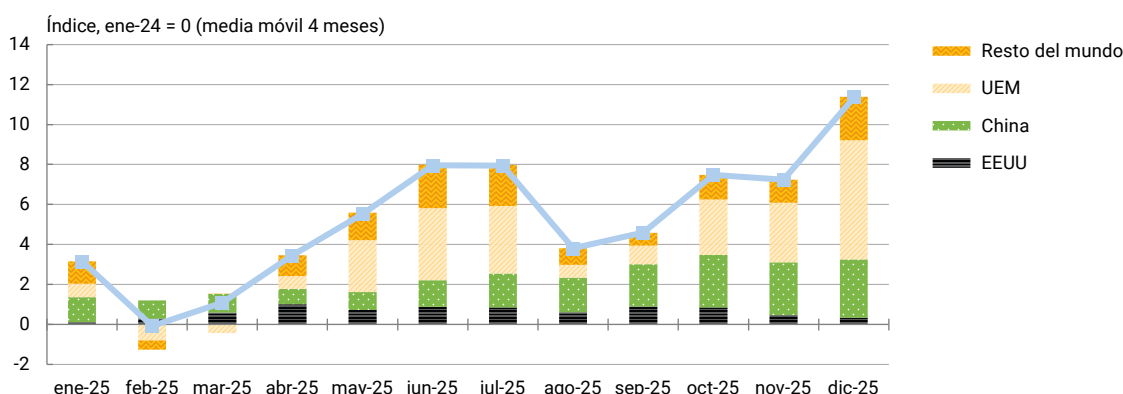


20 ... mientras que las importaciones se ralentizarían ligeramente, en un contexto de cierta moderación de la demanda interna

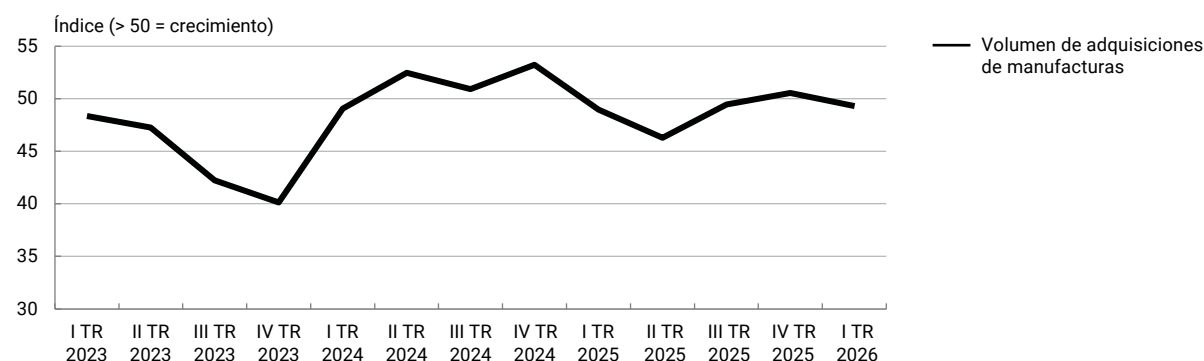
- Las importaciones mantuvieron en el último trimestre del año el dinamismo que venían mostrando en los trimestres precedentes, evidenciando el buen comportamiento de las importaciones de bienes y de servicios. Esta fortaleza se habría visto favorecida por el vigor de la demanda interna, tanto la relativa a la inversión en equipo como al consumo privado. Por productos, este avance reflejó, principalmente, el repunte de las compras exteriores de productos químicos, como los medicamentos, y de bienes de consumo duradero, como los automóviles. Por su parte, las importaciones de servicios mantuvieron su dinamismo, hasta finalizar 2025 con un aumento del 7,5 %.
- Por zonas geográficas, repuntaron las importaciones procedentes de países de la UEM y siguieron creciendo las provenientes de China (gráfico 20.a), cuyo peso en las importaciones totales españolas creció hasta el 11,3 % (10,6 % en 2024). Este avance podría reflejar la depreciación del yuan frente al euro y cierta desviación de las exportaciones chinas a Estados Unidos.
- En los dos primeros meses del año, los PMI de volumen de adquisiciones de manufacturas apuntarían a una desaceleración de las importaciones de bienes en el primer trimestre (gráfico 20.b), en línea con lo proyectado para los componentes de la demanda interna con mayor contenido importador.

Gráfico 20

20.a Descomposición de las importaciones reales de bienes por origen



20.b Evolución del PMI (a)



FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, INE y S&P Global.

a El dato del primer trimestre corresponde al promedio de enero y febrero.

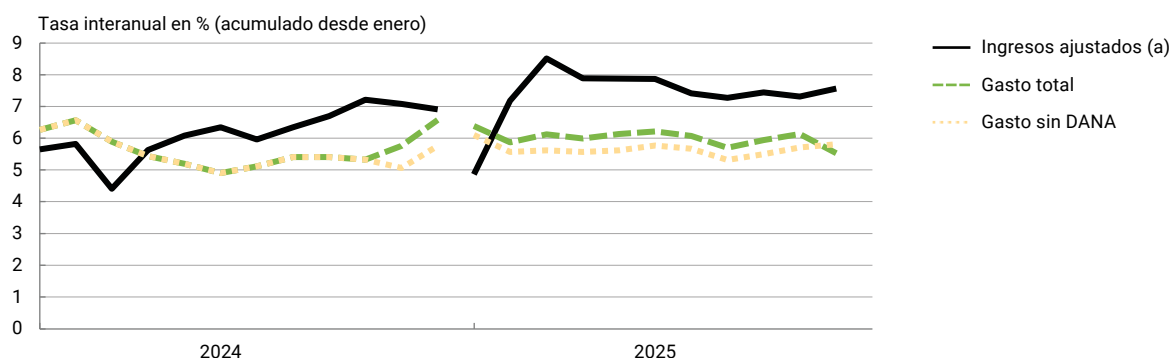


21 Tanto los ingresos como los gastos públicos mantuvieron un elevado dinamismo en el tramo final de 2025

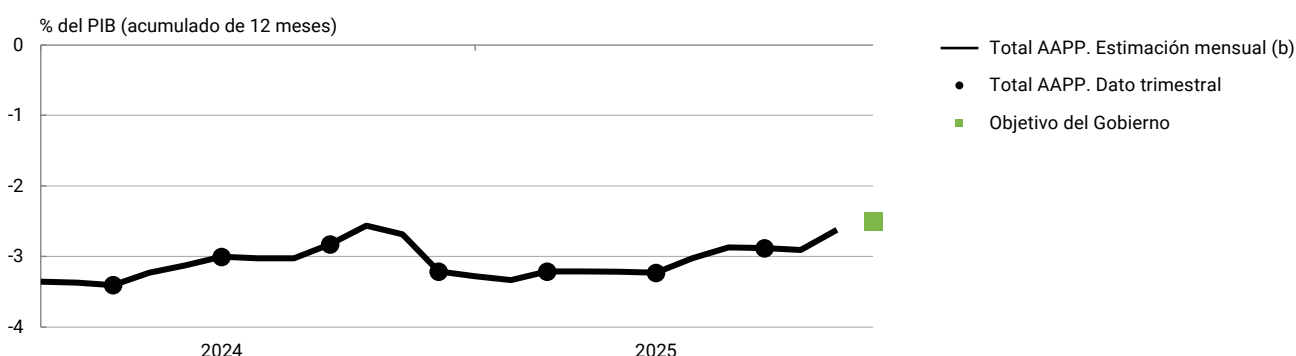
- Con información hasta noviembre, los ingresos públicos¹¹ intensificaron su ritmo de avance hasta el 7,6 %, 0,2 pp más que en septiembre, gracias al dinamismo de los impuestos y las cotizaciones sociales (gráfico 21.a). Sin el efecto estimado de las medidas discrecionales implementadas¹², el incremento seguiría siendo elevado (6,7 %), como resultado del aumento de las bases imponibles y la progresividad en frío en el IRPF.
- El gasto, excluido el relacionado con la DANA ocurrida en octubre de 2024 en València, también se ha acelerado ligeramente desde agosto del año pasado y registra un aumento interanual del 5,8 % hasta noviembre, en línea con el observado en 2024. Este dinamismo se ha visto impulsado por un mayor avance del consumo público, que habría repuntado aún más en diciembre con la aprobación de la subida salarial de los empleados públicos para 2025.
- El saldo resultante de las AAPP, acumulado de doce meses, se situó en el -2,6 % del PIB en noviembre, 0,6 pp mejor que en diciembre de 2024 (gráfico 21.b). Por otra parte, el Gobierno aprobó el pasado diciembre una extensión de los subsidios al transporte, en febrero diversas ayudas para reparar los daños causados por las inundaciones y, más recientemente, un paquete de **medidas para paliar las consecuencias del conflicto en Oriente Medio**, que, en conjunto, supondrían en 2026 un gasto de en torno a 0,5 pp del PIB.

Gráfico 21

21.a Evolución de los ingresos y los gastos públicos



21.b Saldo de las AAPP



FUENTE: Banco de España, IGAE y propuesta de objetivos de estabilidad del Gobierno (noviembre de 2025).

a Corregidos de comportamientos mensuales irregulares debidos a medidas y al calendario de impuestos.

b Estimado a partir de los datos del agregado de las AAPP sin CCLL. La IGAE solo publica datos del total de AAPP con carácter trimestral.

11 Ajustados de comportamientos irregulares.

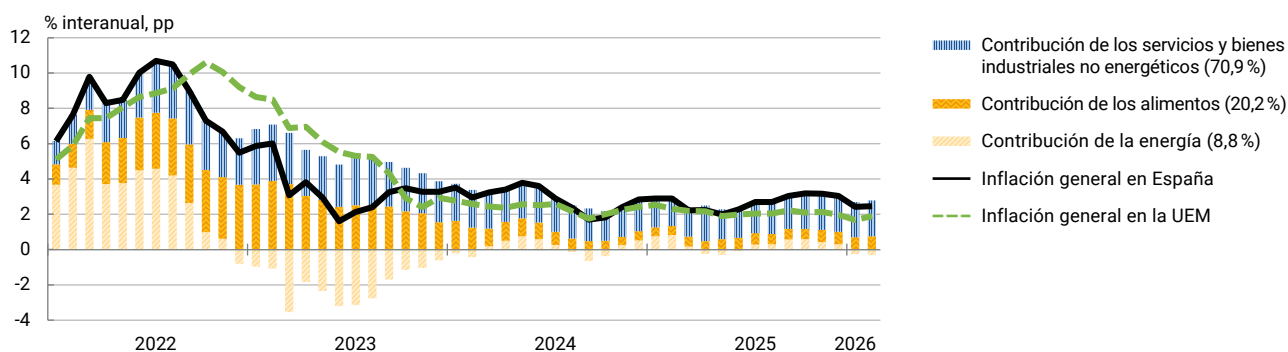
12 Para un mayor detalle sobre estas, véase la ficha 20 de las **proyecciones de diciembre de 2025**.

22 La inflación general se ha moderado desde noviembre por la desaceleración de los precios energéticos hasta febrero —antes del estallido del conflicto en Irán—, pese al repunte de los precios de los alimentos...

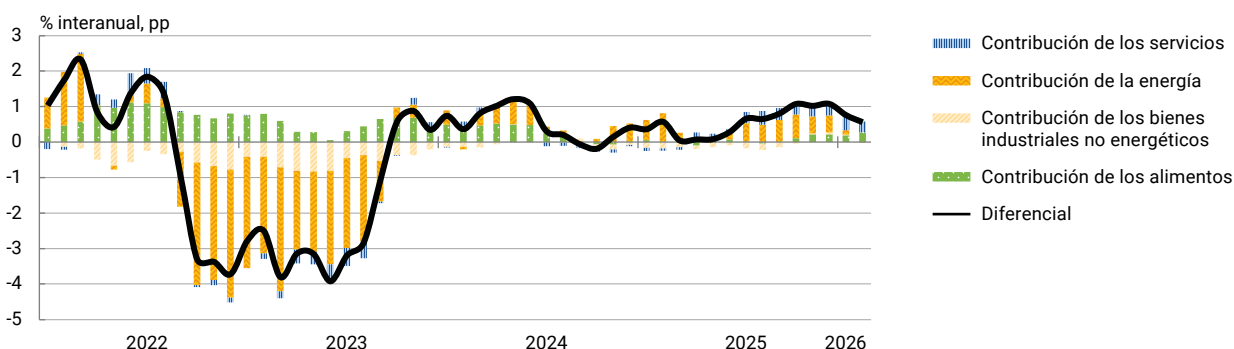
- La inflación general —medida por el IAPC— se ha reducido en España desde el 3,2 % en noviembre hasta el 2,5 % en febrero¹³. Esta evolución refleja, principalmente, la caída de los precios de la energía, mientras que han repuntado los precios de los alimentos y ha permanecido estable la inflación subyacente (gráfico 22.a).
- Desde noviembre, el precio de la energía ha experimentado una notable moderación, hasta registrar una caída interanual del -3,2 % en febrero, en consonancia con la desaceleración de los precios de la electricidad¹⁴ y el mayor descenso de los precios de los carburantes. Sin embargo, los precios de los alimentos se han acelerado, hasta el 3,5 % en febrero, impulsados por los de los alimentos elaborados —especialmente debido a las menores caídas del aceite—, a lo que se ha unido, en febrero, un repunte en los alimentos no elaborados.
- La disminución reciente de la inflación en España ha sido más pronunciada que la observada en la UEM, lo que ha reducido el diferencial de inflación entre ambas áreas desde 1,1 pp en noviembre hasta 0,6 pp en febrero, fundamentalmente por la mayor desaceleración en España de los precios energéticos (gráfico 22.b)¹⁵.

Gráfico 22

22.a Inflación en España: evolución y contribución de los componentes (a)



22.b Diferencial de inflación entre España y la UEM: evolución y contribución de los componentes (b)



FUENTES: Eurostat, INE y Banco de España.

a Entre paréntesis, el peso de cada grupo en la inflación general.

b Se calcula como la diferencia entre las contribuciones de cada grupo especial a la tasa interanual de la inflación en España y la UEM.



13 Los datos se refieren a la nueva base 2025 del IAPC. La novedad más destacable de esta base es la adaptación a una nueva clasificación de los productos (ECOICOP v2). Además, como viene siendo habitual, con el cambio de base se produce la revisión de la composición de la cesta de la compra y la actualización de la estructura de ponderaciones

14 Esta desaceleración se acentuó por el efecto base asociado a la normalización del IVA a comienzos de 2025.

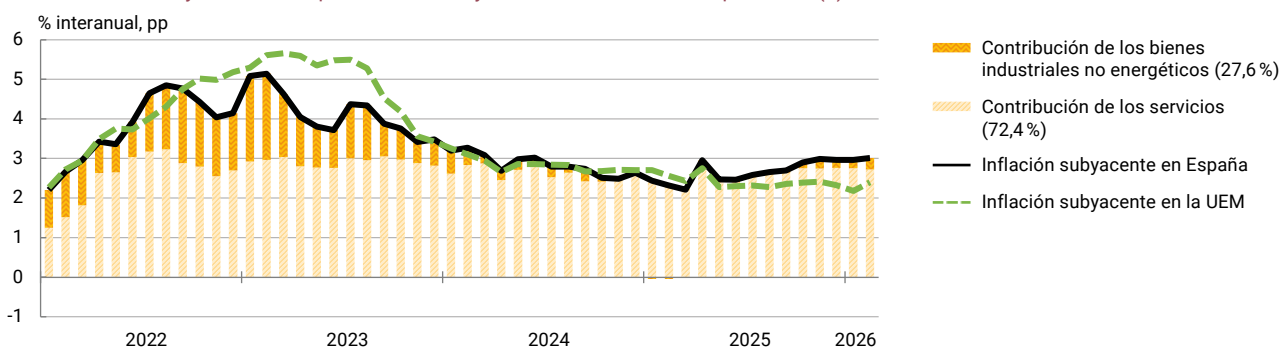
15 Principalmente de los precios de la electricidad y los carburantes.

23 ... mientras que la inflación subyacente ha permanecido estable en el entorno del 3 % entre noviembre y febrero

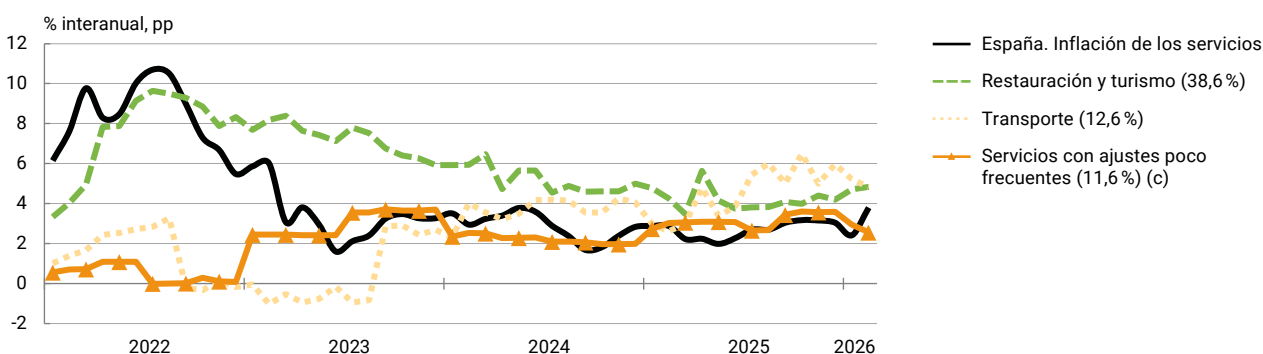
- La inflación subyacente se ha mantenido estable en torno al 3 % debido a la notable persistencia que muestran los aumentos de precios de los servicios, en contraste con el moderado crecimiento observado en los bienes industriales no energéticos. La UEM, por su parte, también ha mantenido una inflación subyacente estable, de modo que en febrero el diferencial permanecía en 0,6 pp (gráfico 23.a).
- En España, los precios de los servicios conservan un avance cercano al 4 %, muy similar al registrado, con algunas oscilaciones, en los últimos años. Este crecimiento se está viendo impulsado por el fuerte dinamismo de los precios de la restauración y el turismo (4,8 %). Además, han repuntado los precios de algunos servicios de transporte, como el de pasajeros por tren, y los de determinadas partidas con ajustes poco frecuentes, como los servicios de saneamiento (gráfico 23.b). En la UEM, los precios de los servicios también han mantenido tasas similares a las que venían mostrando en meses anteriores, por lo que en febrero el diferencial continuaba en 0,4 pp.
- Los precios de los bienes industriales no energéticos, tras una cierta moderación en diciembre y enero, han vuelto a repuntar en febrero (0,9 %), reflejando la dinámica de los precios del vestido y el calzado. En la UEM, estos bienes también han experimentado recientemente una ligera subida, por lo que en febrero el diferencial se situaba en 0,2 pp.

Gráfico 23

23.a Inflación subyacente en España: evolución y contribución de los componentes (a)



23.b Inflación de los servicios en España: total y agregados seleccionados (b)



FUENTES: Eurostat, INE y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos. Entre paréntesis, el peso de cada grupo en la inflación subyacente.

b Entre paréntesis, el peso de cada grupo en la inflación de los servicios.

c Incluyen: recogida de basura, alcantarillado, servicios de telefonía y fax, cuotas por licencia y suscripciones a redes de televisión y radio, enseñanza (excluida la enseñanza no definida por nivel), seguros, comisiones bancarias y de oficinas de correos, y otros servicios no comprendidos en otras partes (excluidos los servicios funerarios).

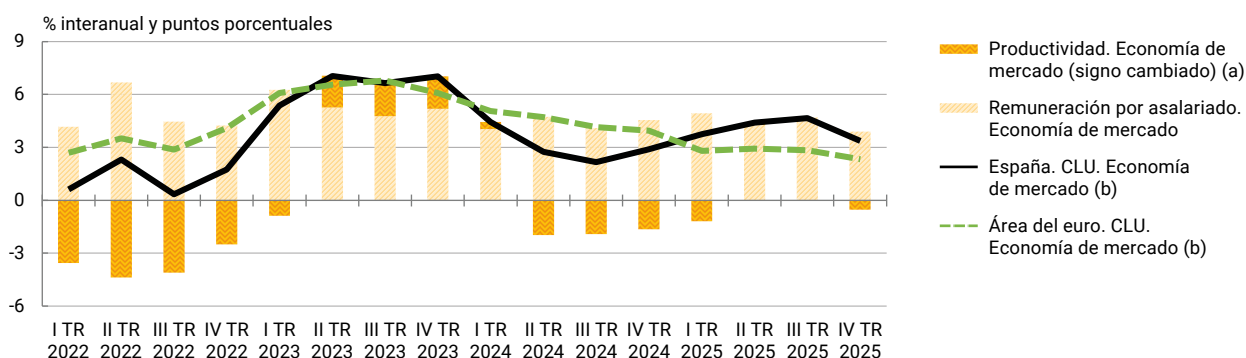


24 Los aumentos salariales acordados para 2026 se moderan hasta el 2,9 %, frente al 3,5 % pactado para 2025

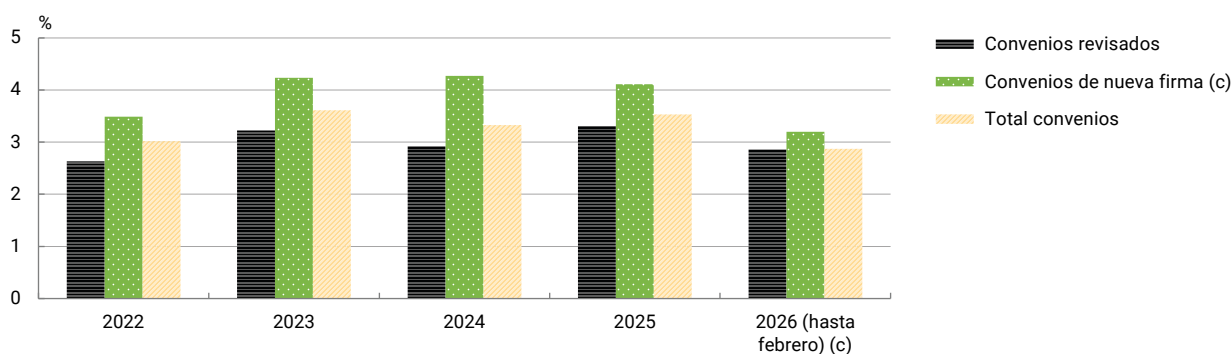
- La remuneración por asalariado en la economía de mercado se desaceleró en el cuarto trimestre de 2025, lo que moderó el avance de los costes laborales unitarios (CLU), que se situó en el 3,4 %; aun así, se mantiene por encima de lo observado en la UEM (gráfico 24.a).
- Con información hasta febrero, el incremento salarial pactado para 2026 se sitúa en el 2,9 %, por debajo del 3,5 % registrado en 2025. Esta moderación se apoya en los acuerdos para 2026 firmados en ejercicios anteriores, que incorporan un aumento salarial medio del 2,9 %, frente al 3,4 % correspondiente a 2025. Sin embargo, los indicadores disponibles sobre el tensionamiento del mercado laboral permanecen en niveles relativamente elevados en el primer trimestre del año¹⁶, lo que, de cara al futuro, podría mantener elevadas las presiones salariales en los convenios de nueva firma. Por el momento, solo se han suscrito 28 nuevos convenios en 2026, por lo que el incremento salarial medio del 3,2 % que incorporan aporta aún poca información sobre la evolución de la negociación salarial en 2026 (gráfico 24.b).

Gráfico 24

24.a CLU. Economía de mercado. Evolución y contribuciones



24.b Incremento salarial pactado



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social, INE y Eurostat.

a La productividad se define como el valor añadido bruto sobre el total de los asalariados.

b La variación de los CLU puede aproximarse como la suma de la variación de la remuneración por asalariado y la variación de la productividad (cambiada de signo). Por tanto, una contribución positiva de la productividad se interpreta como el efecto de una caída de la productividad.

c Los convenios de nueva firma hasta febrero de 2026 se refieren a 73.606 trabajadores.



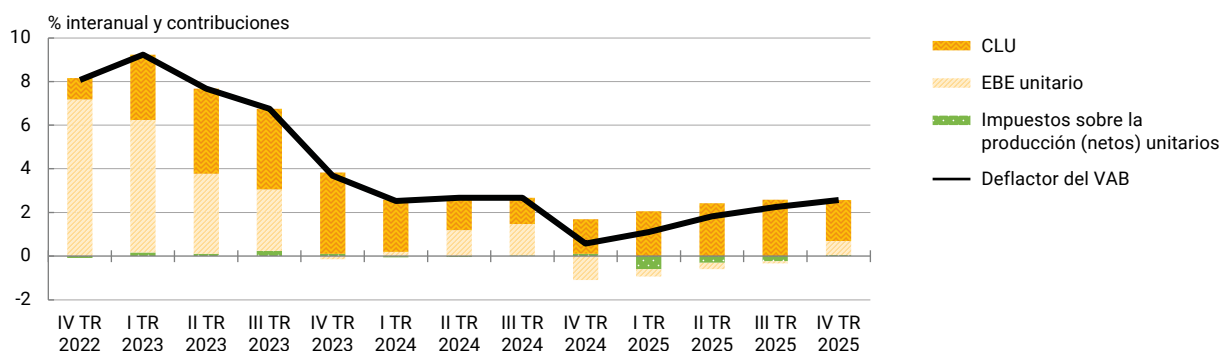
16 Con información actualizada hasta febrero, la ratio entre el número de vacantes y los buscadores potenciales de empleo se mantiene en niveles elevados, similares a los registrados a finales de 2025.

25 Las presiones inflacionistas internas se mantienen moderadas, pese al leve repunte de los excedentes empresariales unitarios

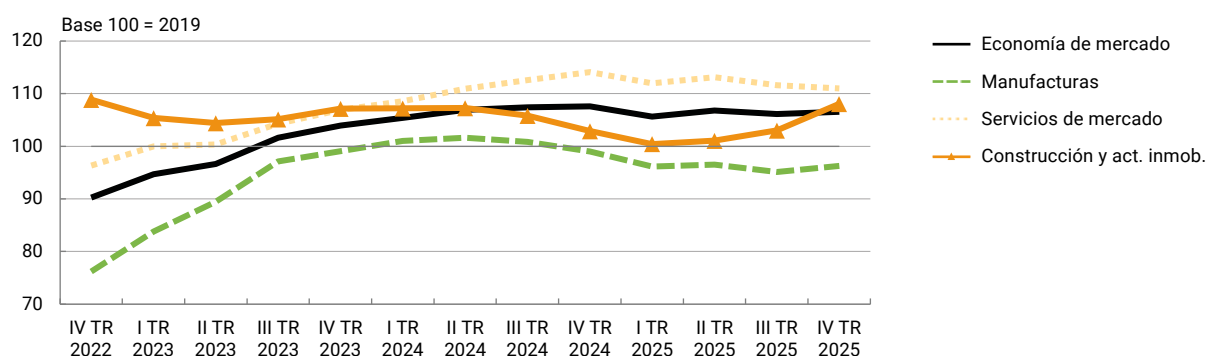
- El deflactor del valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado repuntó levemente en el cuarto trimestre de 2025 por la relativa aceleración del excedente bruto de explotación (EBE) unitario, en un contexto en el que los CLU moderaron su aportación a la inflación interior, si bien se mantuvieron como su principal determinante (gráfico 25.a).
- Con datos hasta el cuarto trimestre de 2025, el margen de explotación¹⁷ tendió a recortarse frente a los niveles de 2024; de este modo, interrumpió la senda creciente iniciada en 2023, excepto en la construcción y los servicios inmobiliarios, en los que experimentó un repunte (gráfico 25.b). Con todo, al cierre de 2025 los márgenes empresariales se mantuvieron por encima de su nivel prepandemia en algunas ramas, como la construcción y las actividades inmobiliarias y el comercio y la hostelería.

Gráfico 25

25.a Deflactor del valor añadido de la economía de mercado



25.b Evolución de los márgenes empresariales (a). Desglose por sectores (b)



FUENTES: Banco de España, INE y AEAT.

- a El margen empresarial se aproxima mediante el cociente entre el resultado bruto de explotación y las ventas totales. Medias móviles de cuatro trimestres, población corriente.
- b «Economía de mercado» excluye los sectores de refino, comercio mayorista de combustibles, gas y electricidad, actividades financieras y de seguros, y actividades recreativas y otros servicios. Las manufacturas excluyen el sector de refino. Los servicios de mercado son coherentes con la definición de economía de mercado.



17 Elaborado a partir de la información procedente de la AEAT. Para un mayor grado de detalle sobre la interpretación y la evolución reciente de distintas medidas alternativas de los márgenes empresariales, véase el [sitio web del Observatorio de Márgenes Empresariales](#).

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
(2026-2027)**

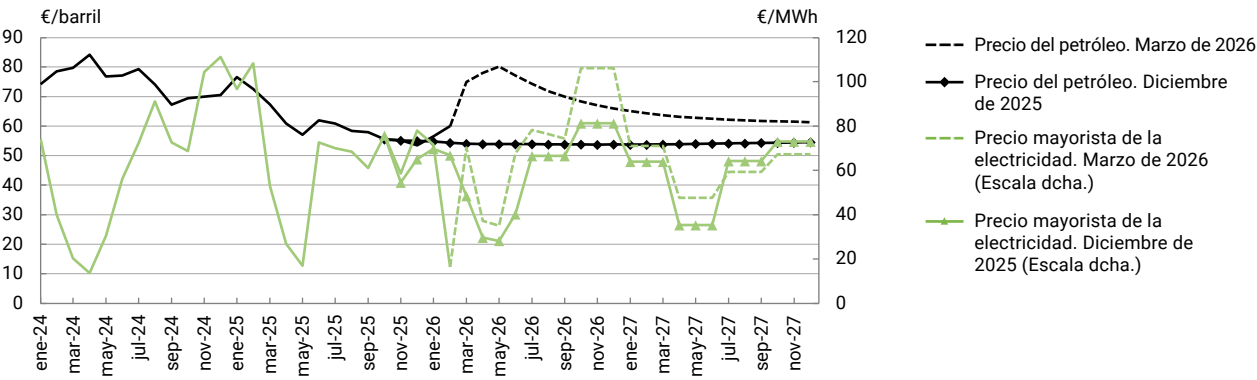
26 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones

- Este ejercicio de proyecciones se sustenta sobre una serie de supuestos técnicos acerca de la evolución futura de determinadas variables macroeconómicas, financieras y **fiscales**¹⁸. Frente a lo previsto en diciembre, los nuevos supuestos implican un escenario de actividad más desfavorable, tanto en 2026 como en 2027, especialmente debido al incremento de los precios energéticos como consecuencia del estallido del conflicto en Oriente Próximo, que se vería mitigado por las medidas de respuesta a la crisis adoptadas en el RDL 7/2026 (**recuadro 3**). En concreto:
 - El crecimiento de los mercados de exportación de España en 2026 se situaría en el 1,9 %, lo que supondría una notable desaceleración con respecto a lo observado el año anterior $-3,9\%$. En 2027, el ritmo de expansión de dichos mercados repuntaría hasta el 2,7 %. En comparación con el ejercicio de proyecciones de diciembre, la tasa de crecimiento prevista para 2026 se revisa a la baja en tres décimas y se mantiene sin cambios la de 2027 (cuadro 1).
 - La trayectoria esperada para los precios del petróleo en euros y de la electricidad en los mercados mayoristas se situaría, a lo largo del horizonte de proyección, en niveles significativamente superiores a los contemplados tres meses atrás, de acuerdo con la información procedente de los mercados de futuros (gráfico 26). Cabe destacar que los mercados de futuros de las materias primas energéticas han mostrado una elevada volatilidad en las últimas semanas, por lo que no puede descartarse que los precios energéticos evolucionen por encima de lo contemplado en el escenario central, posibilidad que se analiza en los escenarios alternativos descritos en este informe (**recuadro 4**).
 - El tipo de cambio nominal del euro frente al dólar se sitúa actualmente en niveles similares a los contemplados en el ejercicio de proyecciones de diciembre. En términos efectivos, el euro se encontraría ligeramente más depreciado de lo previsto hace tres meses (cuadro 1).
 - De acuerdo con las expectativas de los mercados financieros, tanto el tipo de interés a corto plazo como a largo plazo aumentarían gradualmente a lo largo de 2026 y 2027, de modo que sus trayectorias se situarían por encima de las anticipadas en el ejercicio de proyecciones de diciembre. Este perfil daría lugar a unas condiciones de financiación para familias y empresas más restrictivas que las previstas tres meses atrás (cuadro 1).
- Además, los datos más recientes acerca de la evolución del PIB de la economía española en los trimestres precedentes implican, con respecto al ejercicio de previsiones anterior, un punto de partida distinto a partir del cual se proyectan las sendas futuras de la actividad y los precios. En particular, en ausencia de otros cambios, el **dato de avance de la CNTR** referido al cuarto trimestre de 2025 supondría, de forma mecánica, un nivel de partida del producto más elevado para el actual ejercicio de proyecciones y una tasa de crecimiento del PIB más alta para 2026.

18 Con respecto a las **previsiones publicadas el pasado 23 de diciembre**, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, los datos de avance de la CNTR del cuarto trimestre de 2025 y los de las CTNFSI del tercer trimestre de 2025. La fecha de cierre de la elaboración de supuestos es el 11 de marzo y la fecha de cierre de las proyecciones es el 21 de marzo.

Gráfico 26

26.a Supuestos sobre los precios de la energía



FUENTES: OMIE y Reuters.

Cuadro 1
Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

Tasas de variación anual (%), salvo indicación en contrario

	2025	Proyecciones de marzo de 2026		Diferencia entre las previsiones actuales y las de diciembre de 2025 (b)	
		2026	2027	2026	2027
Mercados de exportación de España (c)	3,9	1,9	2,7	-0,3	0,0
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	69,1	81,3	72,1	18,8	9,5
Precio mayorista de la electricidad en €/MWh (nivel)	65,5	70,5	61,3	9,9	2,2
Condiciones monetarias y financieras					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,1	1,2	1,2	0,0	0,0
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	119,6	122,7	122,4	0,0	-0,3
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	2,2	2,3	2,5	0,3	0,4
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	3,2	3,4	3,7	0,1	0,1

FUENTES: Banco de España y BCE.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 11 de marzo. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» de marzo de 2026.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

27 Se proyecta una desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB durante los próximos trimestres

- En el cuarto trimestre de 2025, el PIB creció un 0,8 % intertrimestral, 0,2 pp más que en el trimestre anterior y por encima de lo anticipado por el Banco de España en el ejercicio de proyecciones de diciembre —entre el 0,6 % y el 0,7 %—. El avance de la actividad se apoyó en el dinamismo de la demanda interna, en particular del consumo privado y la inversión, mientras que el consumo público no contribuyó al crecimiento del producto y la demanda externa tuvo una aportación negativa.
- Para el primer trimestre de 2026, los indicadores coyunturales más recientes apuntan a una moderación del crecimiento, con una tasa intertrimestral estimada de entre el 0,5 % y el 0,6 %.
- De cara a los próximos trimestres, el escenario central anticipa una significativa desaceleración del ritmo de expansión de la actividad, que estará condicionada por un contexto internacional marcado por el conflicto en Oriente Próximo. En este escenario, el encarecimiento de los precios del petróleo y del gas supone un empobrecimiento del conjunto de la economía española y equivale a una perturbación negativa de oferta. En consecuencia, la expansión del producto, que alcanzó el 2,8 % en 2025, se situaría en el 2,3 % en 2026 y en el 1,7 % en 2027 (cuadro 2).

Cuadro 2
Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen (%) y en porcentaje del PIB

	2025	Proyecciones de marzo de 2026		Proyecciones de diciembre de 2025	
		2026	2027	2026	2027
PIB	2,8	2,3	1,7	2,2	1,9
Consumo privado	3,4	2,7	1,5	2,8	1,8
Consumo público	1,8	1,8	1,9	1,8	1,9
Formación bruta de capital	6,4	5,5	2,1	3,6	2,2
Exportación de bienes y servicios	3,4	2,4	2,6	2,0	2,8
Importación de bienes y servicios	6,3	4,9	2,9	3,6	2,8
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,6	3,0	1,7	2,7	1,8
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,8	-0,7	0,0	-0,5	0,1
PIB nominal	5,7	4,6	4,4	4,4	4,4
Deflactor del PIB	2,9	2,3	2,7	2,2	2,5
IAPC	2,7	3,0	2,5	2,1	1,9
IAPC sin energía ni alimentos	2,6	2,7	2,7	2,5	2,1
Empleo (personas)	2,7	2,2	1,3	2,0	1,4
Empleo (horas)	2,1	2,2	1,2	1,8	1,2
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	10,5	9,9	9,6	10,0	9,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	4,0	3,2	2,9	3,3	3,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-2,5	-2,3	-2,3	-2,1	-2,5
Deuda de las AAPP (% del PIB)	100,8	99,2	98,1	99,1	98,3

FUENTES: INE y Banco de España.

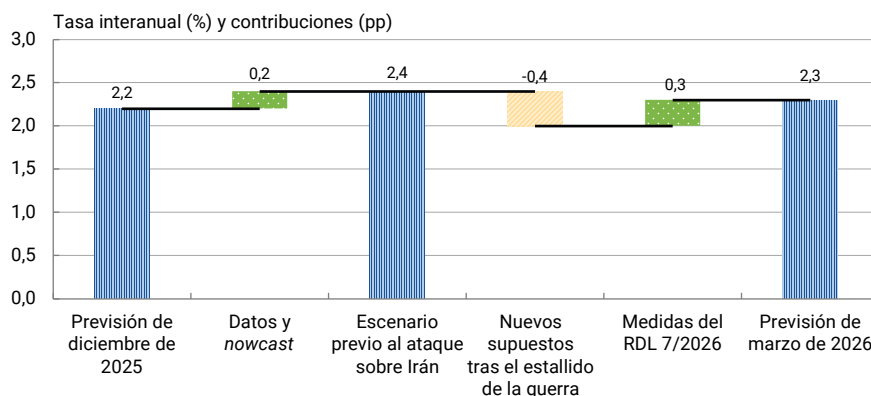
a Fecha de cierre de las proyecciones: 21 de marzo de 2026. Último dato publicado de la CNTR: avance del cuarto trimestre de 2025. Las cifras del cuadro no incorporan, por tanto, los datos de la CNTR correspondientes al cuarto trimestre de 2025 publicados por el INE el pasado 26 de marzo.

28 Respecto al escenario previo al ataque sobre Irán, se revisa a la baja una décima el crecimiento del PIB previsto para 2026

- El cambio en la proyección del crecimiento del PIB en 2026 en relación con el ejercicio de proyecciones de diciembre se explica por los siguientes factores (gráfico 28):
 - Los datos de avance de la CNTR correspondientes al cuarto trimestre de 2025 muestran un **crecimiento intertrimestral del PIB del 0,8 %**, superior a la previsión del Banco de España de diciembre —entre el 0,6 % y el 0,7 %—. Esta sorpresa positiva de la actividad, junto con la reestimación del **crecimiento en el primer trimestre del año**, conlleva, de forma mecánica, un aumento de 0,2 pp en la tasa de crecimiento anual del PIB en 2026.
 - La revisión de los **supuestos técnicos** y, especialmente, el repunte de la senda de los precios energéticos derivado de la guerra en Oriente Próximo, tal como reflejan los mercados de futuros, restaría cuatro décimas a la tasa de crecimiento del PIB prevista para 2026. Cabe señalar, no obstante, que una persistencia del conflicto en Oriente Próximo mayor que la descontada por los mercados de futuros a la fecha de cierre de los supuestos técnicos —11 de marzo— implicaría un ritmo de crecimiento económico inferior al contemplado en el escenario central, como se analiza en los escenarios alternativos de estas proyecciones (**recuadro 4**).
 - Por último, las rebajas fiscales adoptadas el 20 de marzo para mitigar las consecuencias de la crisis en Oriente Próximo añadirían tres décimas a la tasa de crecimiento prevista para 2026 (**recuadro 3**).
- De este modo, en relación con el escenario previo al ataque sobre Irán —que incorporaba el impacto de la sorpresa positiva de la actividad en el cuarto trimestre de 2025 y la reestimación del crecimiento en el primer trimestre de 2026—, la tasa de crecimiento del PIB en 2026 se habría revisado una décima a la baja. Esta revisión refleja el impacto adverso asociado a los supuestos técnicos derivados del conflicto bélico (−0,4 pp), cuyo efecto sería compensado en gran medida, aunque no por completo, por el impulso fiscal adoptado (+0,3 pp).
- En lo referente a 2027, la revisión a la baja de dos décimas en la tasa de crecimiento del producto respecto al ejercicio de diciembre se explica, fundamentalmente, por la incorporación de los nuevos supuestos técnicos del ejercicio, por los efectos adversos sobre la dinámica de la actividad vinculados al **shock** inflacionario registrado en 2026 —que se trasladarían parcialmente al año siguiente— y por la reversión del impulso fiscal (**recuadro 3**).

Gráfico 28

28.a Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2026



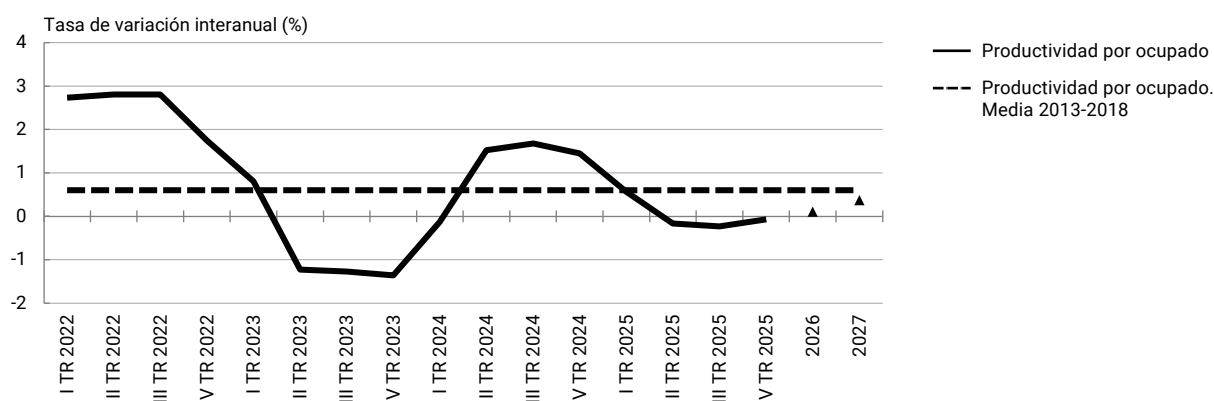
FUENTE: Banco de España.

29 La creación de empleo y la reducción de la tasa de paro se ralentizarán a lo largo del horizonte de proyección

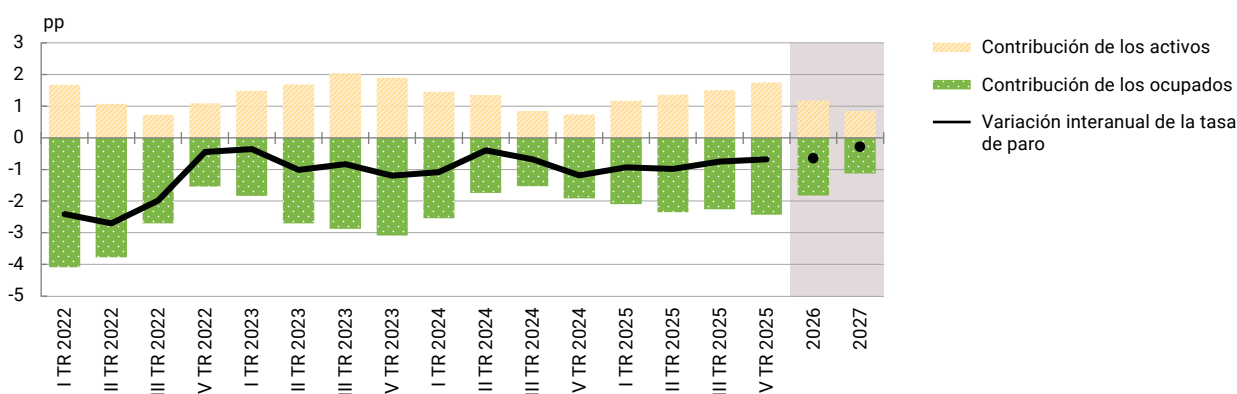
- El ritmo de creación de empleo se desacelerará en los próximos trimestres. Si en el conjunto de 2025 el incremento del empleo —medido en términos de personas ocupadas— fue del 2,7 %, se prevé que dicho crecimiento se modere hasta el 2,2 % en 2026 y el 1,3 % en 2027.
- La productividad por ocupado permanecerá débil en 2026 y repuntará en 2027. En 2026, su evolución reflejará la menor creación de empleo anticipada, mientras que en 2027 las dinámicas previstas para el crecimiento del empleo y del PIB situarían el avance de la productividad en torno al 0,4 %, cerca de su promedio histórico (gráfico 29.a).
- La tasa de paro reduciría su ritmo de mejora en el horizonte de proyección con respecto a lo observado en los años precedentes, con un descenso previsto de 0,6 pp en 2026 y de 0,3 pp en 2027, hasta alcanzar el 9,6 % en este último año. Esta evolución refleja una desaceleración del empleo superior a la prevista para la población activa (gráfico 29.b).

Gráfico 29

29.a Productividad por ocupado (a)



29.b Tasa de paro: variación interanual y contribución de los ocupados y los activos (b)



FUENTES: INE y Banco de España.

a Series desestacionalizadas.

b Series brutas.

30 El déficit previsto para las AAPP se mantiene por encima del 2 % en el horizonte de proyección

- Con respecto al ejercicio de diciembre¹⁹, la principal novedad es el paquete de medidas aprobado el pasado 20 de marzo para mitigar los efectos sobre los hogares y las empresas del encarecimiento de los precios energéticos derivado del conflicto bélico en Oriente Próximo (RDL 7/2026), que se describe en el [recuadro 3](#). Asimismo, cabe destacar la incorporación de otras medidas como la extensión a todo 2026 —con algunas modificaciones— de las ayudas al transporte de viajeros (RDL 17/2025) y las incluidas en el RDL 5/2026, de medidas urgentes en respuesta a los daños causados por las inclemencias meteorológicas recientes. En conjunto, se estima que todas estas iniciativas supondrían un mayor déficit para las AAPP en 2026 de en torno a un 0,5 % del PIB.
- Por su parte, la evolución prevista de la inversión pública seguiría estando determinada por el incremento progresivo de la parte correspondiente al gasto en defensa, puntualmente por las medidas de reparación de los daños causados por la DANA de 2024 y por las recientes lluvias en el sur del país, así como por el impacto de los fondos procedentes del MRR²⁰. Resultado de ello, el peso de la inversión pública en el PIB podría superar ligeramente el 3 % en 2026, para descender moderadamente en los años posteriores.
- En conjunto, se espera que el déficit de las AAPP alcance el 2,5 % del PIB en 2025 y el 2,3 % en 2026 y 2027. Con respecto al ejercicio de proyecciones de diciembre, se mantiene sin cambios el saldo previsto para 2025²¹, empeora en 0,2 pp del PIB el de 2026 y mejora en 0,2 pp el de 2027. El mayor dinamismo esperado en el actual ejercicio de proyecciones de las variables macroeconómicas en términos nominales —que determinan el avance de los ingresos públicos— acarrearía un menor déficit público en general. Sin embargo, en 2026 este efecto se ve más que compensado por el coste de las nuevas medidas temporales adoptadas por el RDL 7/2026 y en 2027 la mejora se ve limitada por la mayor revalorización de las pensiones como resultado de la revisión al alza de la inflación esperada para 2026.
- En lo referente al gasto neto computable a efectos de las reglas fiscales europeas, se estima que existe un riesgo de que este crezca, en términos anuales en 2025, 2026 y 2027, por encima del límite superior máximo permitido de acuerdo con el PFEMP y teniendo en cuenta el margen de flexibilidad contemplado en la normativa europea. No obstante, en términos acumulados desde 2023, el incremento proyectado se situaría todavía dentro del margen de flexibilidad permitido en 2025²², mientras que en 2026 existe un riesgo de desviación al alza, que aumentaría en 2027 como consecuencia del crecimiento previsto de las partidas que impulsan el gasto y del agotamiento del margen de desviación acumulado permitido por las nuevas reglas europeas.
- Finalmente, las previsiones para la ratio de deuda sobre PIB se revisan ligeramente a la baja en 2026 y 2027 respecto a las proyecciones de diciembre, debido principalmente al mayor crecimiento del PIB nominal. Así, tras cerrar 2025 en un 100,8 % del PIB —0,9 pp menos que el año anterior—, de acuerdo con la estimación provisional publicada por el Banco de España el pasado 17 de febrero, se espera que esta ratio continúe disminuyendo hasta situarse en torno al 98 % en 2027.

19 Con respecto a diciembre, las nuevas proyecciones fiscales incorporan los últimos datos de ejecución presupuestaria disponibles —correspondientes a noviembre de 2025— y las medidas que han sido aprobadas o anunciadas con suficiente grado de detalle y elevada probabilidad de aprobación a la fecha de cierre del ejercicio —21 de marzo—, así como los supuestos estándar sobre el comportamiento de las principales variables fiscales. En concreto, se asume una evolución en línea con el crecimiento potencial nominal de la economía para las variables sujetas a mayor discrecionalidad y un comportamiento acorde con sus determinantes habituales para el resto de las variables —tales como los ingresos públicos, el gasto en pensiones, las prestaciones por desempleo y los intereses de la deuda, entre otras—.

20 En relación con el MRR, se incorporan en las proyecciones las modificaciones de la última adenda al PRTR, junto con la última información disponible sobre su ejecución, sin que ello signifique cambios relevantes en el perfil temporal previsto para la inversión pública, aunque sí en las transferencias de capital recibidas, que pasarían a ser algo mayores en 2026, por la nueva transferencia al ICO incorporada en la última adenda. En conjunto, los ingresos totales ligados al MRR se situarían próximos al 1 % del PIB en 2025 y 2026, con un descenso progresivo en los siguientes años.

21 Los datos del saldo presupuestario de las AAPP correspondiente a 2025 los dará a conocer la IGAE el próximo 31 de marzo.

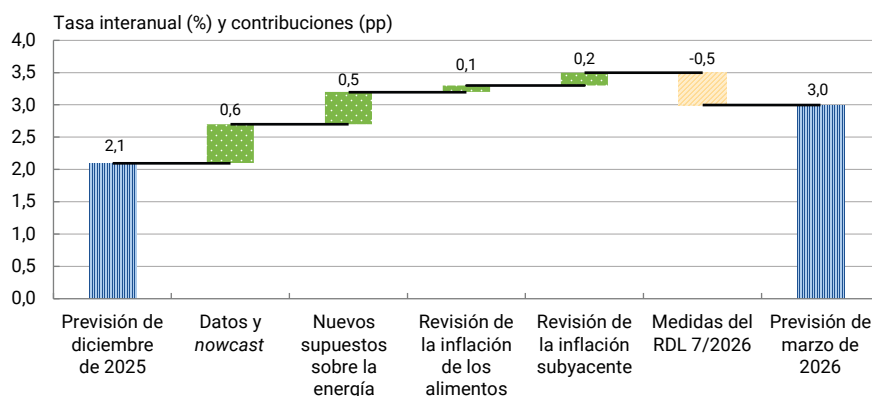
22 Véanse el [Reglamento \(CE\) n.º 1467/97 del Consejo](#) y el [Reglamento \(UE\) 2024/1263 del Parlamento Europeo y del Consejo](#).

31 Con respecto al ejercicio de proyecciones de diciembre, se revisan al alza las tasas de inflación general para 2026 (en 0,9 pp, hasta el 3 %) y 2027 (en 0,6 pp, hasta el 2,5 %)

- La revisión al alza de la tasa de inflación promedio en 2026 es el resultado de los siguientes factores (gráfico 31):
 - En primer lugar, la **evolución de los precios desde el ejercicio de diciembre** —esto es, los registros de inflación entre noviembre de 2025 y febrero de 2026— se ha situado por encima de lo previsto. Destacan las sorpresas al alza en los alimentos y la persistencia observada en los servicios, a pesar de la extensión de las ayudas al transporte público, medida que no estaba contemplada en el anterior ejercicio de proyecciones. Esta sorpresa al alza de la inflación observada y la revisión al alza de la previsión de marzo añaden 0,6 pp a la revisión de la tasa de inflación en 2026.
 - En segundo lugar, el súbito encarecimiento de las materias primas energéticas —petróleo y gas— tras el estallido del conflicto en Oriente Próximo se ha reflejado en una sustancial revisión al alza de los **supuestos técnicos sobre los precios de la electricidad y el petróleo**, tal y como se desprende de la información de los mercados de futuros. El impacto de este factor se traduce en 0,5 pp adicionales a la tasa de inflación general de este año.
 - En tercer lugar, se revisa al alza la senda prevista de los precios de los alimentos en los próximos meses, como consecuencia de su trayectoria reciente, así como por el encarecimiento de los costes energéticos y de otros insumos relevantes, como los fertilizantes. Esta revisión aporta 0,1 pp a la inflación general.
 - En cuarto lugar, el aumento de los costes de producción derivado del encarecimiento de la energía podría trasladarse, en parte, a los precios de consumo del resto de los bienes y servicios, dando lugar a una inflación subyacente más elevada. Este factor, unido a la persistencia reciente observada en el componente de servicios, añadiría 0,2 pp adicionales a la tasa de inflación en 2026.
 - Por último, la rebaja de la fiscalidad energética adoptada en el RDL 7/2026 se cuantifica en una reducción de 0,5 pp en la tasa de inflación promedio en 2026 (**recuadro 3**).
- En lo que respecta a 2027, la revisión al alza de seis décimas, hasta el 2,5 %, se explica fundamentalmente por la incorporación de los nuevos supuestos técnicos relativos a los precios de las materias primas energéticas, por el efecto previsto de la eliminación de las ayudas al transporte público a comienzos del año y por el efecto base asociado al incremento de la fiscalidad energética en la primavera de 2027 en comparación con el mismo período de 2026.

Gráfico 31

31.a Cambios en la previsión de la tasa de inflación en 2026



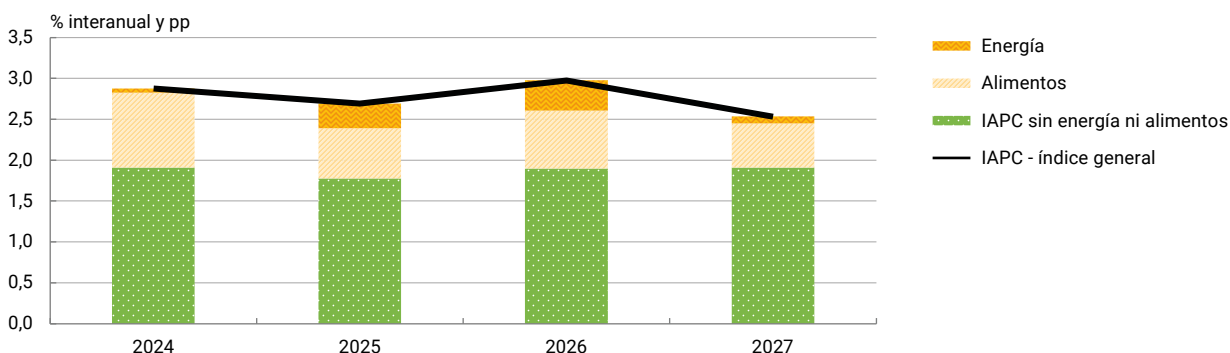
FUENTE: Banco de España.

32 Se espera que la tasa de inflación repunte en la segunda mitad de este año, como consecuencia del *shock* energético, hasta situarse ligeramente por encima del 3 % al final de 2026

- Se prevé que el *shock* energético elevará la tasa de inflación en la segunda mitad de este año, una vez que se revierta la reducción de la fiscalidad energética contemplada en el RDL 7/2026 (**recuadro 3**), de modo que el ritmo de crecimiento de los precios se situaría en torno al 3,3 % al final de 2026. En este contexto, en 2026 la inflación media anual alcanzaría el 3 %, lo que supone un aumento de 0,3 pp con respecto a 2025. Para 2027, se espera que la inflación se mantenga inicialmente en niveles similares a los observados al final de 2026 y que se modere de forma significativa en la segunda mitad del año, de manera que la tasa de inflación general se reduciría hasta el 2,5 % en promedio anual.
- La evolución prevista de los principales componentes de la inflación irá variando a lo largo del horizonte de proyección. En particular (gráfico 32):
 - El incremento de los precios de las materias primas energéticas observado en los mercados internacionales se trasladaría a un repunte del componente energético del IAPC en la segunda mitad de este año, coincidiendo con el momento en el que está previsto que la fiscalidad energética retorne a los niveles vigentes con anterioridad a la reducción adoptada (**recuadro 3**). En conjunto, el ritmo de variación del componente energético se elevaría desde el 3,1 % registrado en 2025 hasta el 4,2 % en 2026, para posteriormente moderarse y establecerse en el 0,7 % en 2027.
 - Los precios de los alimentos incrementarían su crecimiento medio anual en 0,7 pp entre 2025 y 2026, hasta situarse en el 3,4 %, en un contexto caracterizado por un aumento de los costes energéticos, unido a la reciente aceleración de los precios de los alimentos elaborados, en línea con el incremento de los costes de producción nacionales anteriores al inicio del conflicto de Oriente Próximo. En este marco, se anticipa una notable persistencia en los precios de los alimentos durante gran parte de 2026, antes de comenzar una senda de moderación a partir del último trimestre del año, que se prolongaría en 2027, de modo que la inflación del componente alimenticio convergería ese año hacia tasas en torno al 2,7 %.
 - La inflación subyacente, por su parte, aumentaría un 2,7 % en 2026 y 2027, ligeramente por encima del incremento registrado en 2025 –2,6 %–. Para los próximos meses, se anticipa una continuidad en la persistencia del componente de servicios, que repuntaría ligeramente a comienzos de 2027 como consecuencia de la finalización de las ayudas al transporte público. A ello se sumaría un ligero repunte de los precios de los bienes industriales no energéticos, en consonancia con la senda prevista de los precios de producción interior y de las importaciones de este tipo de bienes.

Gráfico 32

32.a Contribuciones al crecimiento del IAPC por componentes



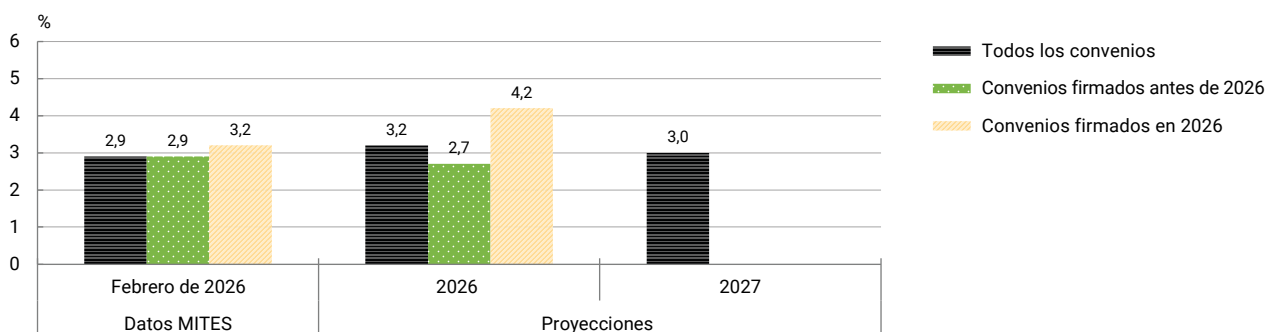
FUENTES: INE y Banco de España.

33 La persistencia de cierto tensionamiento en el mercado laboral y la mayor inflación apuntan a un crecimiento de la remuneración por asalariado mayor que el contemplado en el anterior ejercicio de proyecciones, si bien se mantendría la senda prevista de moderación

- De acuerdo con la información procedente de los convenios colectivos registrados hasta febrero de 2026 —que afectan a unos 7,2 millones de trabajadores—, el aumento salarial pactado para este año alcanza el 2,9 %, 0,6 pp menos de lo acordado para 2025. Este aumento obedece íntegramente a convenios firmados en ejercicios anteriores y se sitúa en línea con la estimación realizada a partir del procesamiento de la información de los convenios plurianuales, que sitúan este incremento en un 2,7% para 2026. En lo que respecta a los convenios de nueva firma, la información disponible hasta la fecha se limita a 28 acuerdos, por lo que el incremento salarial pactado para 2026 —del 3,2 %, frente al 4,2 % previsto— es todavía poco representativo de la evolución de la negociación colectiva a lo largo del año para este tipo de convenios (gráfico 33). En este contexto, los nuevos acuerdos que se vayan suscribiendo en 2026 podrían contemplar incrementos salariales algo superiores a los recogidos en los convenios firmados en años anteriores, en un entorno marcado por los aumentos recientemente acordados en las retribuciones del sector público —particularmente relevantes en 2027—, que podrían generar un efecto arrastre sobre los salarios del sector privado.
- El mantenimiento de un cierto tensionamiento en el mercado laboral durante el primer trimestre de 2026 —como pone de manifiesto la persistencia de niveles elevados de la ratio entre vacantes y personas que buscan empleo—, así como el *shock* energético, podría ejercer presiones al alza sobre la remuneración por asalariado en los próximos trimestres. A la luz de esta información, se prevé que la remuneración por asalariado de la economía de mercado crecerá por encima de lo contemplado en el ejercicio de proyecciones de diciembre, si bien mantendría una trayectoria de desaceleración. En concreto, se anticipa que esta variable aumentará un 4,1 % en 2026 y un 3,9 % en 2027 —0,3 pp y 0,5 pp más de lo previsto en diciembre, respectivamente—, desde el 4,4 % observado en 2025.

Gráfico 33

33.a Incremento salarial pactado



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social y Banco de España.

34 Estas proyecciones se encuentran sujetas a una incertidumbre especialmente elevada, relacionada principalmente con la intensidad, duración y propagación del *shock* energético asociado al conflicto de Oriente Próximo

- El ataque de Estados Unidos e Israel sobre Irán del pasado 28 de febrero, junto con la respuesta de este país —materializada en acciones militares contra otros Estados de la región y en el cierre *de facto* del estrecho de Ormuz, vía por la que transitan en torno al 20 % de los flujos mundiales de petróleo y gas natural licuado—, ha desencadenado un **acusado aumento de los precios de las materias primas energéticas**, así como de otros insumos clave para determinados sectores productivos —como el aluminio o los fertilizantes—, y ha generado **perturbaciones significativas en los mercados financieros**. En este contexto, el deterioro del entorno global ha implicado la materialización de algunos de los riesgos externos identificados en ejercicios recientes de previsión —en particular, una escalada de las tensiones geopolíticas, una corrección de los mercados financieros y mayores tensiones inflacionistas internas—, con efectos adversos sobre la actividad económica y presiones al alza sobre la inflación.
- De este modo, si bien los efectos inmediatos del conflicto de Oriente Próximo se han incorporado al escenario central de las previsiones, la elevada imprevisibilidad sobre la intensidad, duración y posible propagación del *shock* energético sobre la economía real ha sumido a la economía global —y, en particular, a la española— en un contexto de mayor incertidumbre que el contemplado tres meses atrás. Este extremo introduce riesgos sustanciales en torno al escenario central de estas proyecciones y podría dar lugar a escenarios más adversos que el considerado actualmente como más probable.
- En particular, el escenario central de las proyecciones descansa en una senda de precios energéticos derivada de la situación de los **mercados de futuros en la fecha de cierre de los supuestos técnicos** —11 de marzo—, así como en una evolución de los mercados exteriores coherente con dicha senda. En esa fecha, los mercados de futuros anticipaban una relajación gradual de las tensiones de los precios del petróleo a partir de mayo de este año, de modo que las cotizaciones del crudo descenderían en los meses siguientes, hasta situarse, a finales de 2027, en torno a un 12 % por encima de lo contemplado en el ejercicio de proyecciones de diciembre, tras haber alcanzado un máximo cercano al 50 % en mayo de 2026. Asimismo, el escenario central incorpora ya el aumento de la volatilidad observado en los mercados financieros en los días inmediatamente posteriores al ataque sobre Irán.
- Dada la elevada volatilidad de las cotizaciones de las materias primas energéticas, en gran medida asociada a la incertidumbre sobre la evolución futura del conflicto bélico, se plantean diversos escenarios alternativos, contruidos sobre hipótesis relativas a la persistencia y el grado de disrupción en los mercados energéticos, a la volatilidad futura de los mercados financieros y a la propagación del *shock* energético a lo largo de la cadena de producción de la economía española.
- El **recuadro 4** presenta una discusión detallada de dichos escenarios. Los resultados sugieren que, en comparación con el escenario central, la desaceleración del PIB sería mayor y el repunte de la inflación sería superior. En particular, en un escenario adverso caracterizado por un aumento de los precios del petróleo y de la electricidad superior al considerado en el escenario central, el crecimiento del PIB se situaría en el 2,2 % en 2026 y en el 1,5 % en 2027, mientras que la tasa de inflación alcanzaría el 3,9 % y el 2 % en esos años, respectivamente. Por su parte, en un escenario de mayor duración e intensidad del conflicto bélico, en 2026 la expansión de la actividad se reduciría hasta el 1,9 % en 2026 y el 1,1 % en 2027, al tiempo que inflación se elevaría hasta el 5,9 % y el 3,2 % en esos años, respectivamente.

Recuadro 1

EL AJUSTE ESTACIONAL DE LA CONTABILIDAD NACIONAL TRIMESTRAL Y EL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2025

La actividad económica presenta fluctuaciones a lo largo del año que responden principalmente a dos tipos de factores. Por un lado, existen efectos estacionales y de calendario, asociados a la repetición regular de patrones de comportamiento económico en momentos específicos del año o a la diferente estructura económica de los distintos meses; por ejemplo, la concentración de los flujos turísticos en el período estival, la celebración de las fiestas móviles, como la Semana Santa, o el distinto número de días laborables en cada mes. Por otro lado, la actividad económica está sujeta a variaciones genuinas vinculadas a cambios de tendencia, la evolución del ciclo económico —por ejemplo, una fase de desaceleración cíclica— o la incidencia de perturbaciones irregulares —como un episodio meteorológico extremo—.

El análisis coyuntural tiene como objetivo principal, en la mayoría de los casos, caracterizar con precisión la evolución de la actividad económica aislada de los efectos estacionales y de calendario. Esta señal depurada permite una evaluación más informativa de las dinámicas subyacentes de la economía y constituye, por tanto, un *input* crucial para la toma de decisiones en materia de política económica.

El ajuste estacional y de calendario resulta, además, imprescindible cuando la evolución de la actividad se analiza a partir de la comparación entre dos trimestres consecutivos, es decir, mediante la tasa de crecimiento intertrimestral. Este indicador proporciona una señal más oportuna del *momentum* económico que la alternativa basada en la variación interanual —que compara un trimestre con el mismo período del año anterior—, dado que esta última, al tomar como referencia un horizonte temporal más alejado, proporciona una señal más retardada del dinamismo subyacente de la actividad económica¹.

Por estos motivos, en el marco de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el Instituto Nacional de Estadística (INE), una vez que ha estimado el valor de los agregados trimestrales

—series brutas u originales—, aplica procedimientos de extracción de señales con el fin de proporcionar también las series de dichos agregados ajustadas de estacionalidad y de efectos de calendario².

No obstante, el ajuste estacional y de calendario plantea diversos retos metodológicos³. En el ámbito de la extracción de señales sobre la evolución económica a partir de la CNTR, cabe destacar, en particular, dos aspectos. En primer lugar, la importancia de disponer en cada momento de la mejor estimación posible sobre la situación económica, que implica que las series históricas se revisen tras la aplicación del modelo de ajuste estacional con cada nueva observación trimestral, revisiones que se añaden a las propias de la Contabilidad Nacional a medida que se dispone de información más completa. En segundo lugar, la necesidad de garantizar la consistencia anual entre los datos brutos y los datos desestacionalizados, de modo que el total anual de las series ajustadas estacionalmente coincida con el de las series originales, preservando así la coherencia interna del sistema de cuentas nacionales.

En relación con el primer aspecto, en el marco de la CNTR, el procedimiento de ajuste estacional aplicado por el INE se basa en un enfoque paramétrico con errores ARIMA⁴. La especificación concreta del modelo ARIMA se determina con periodicidad anual, mientras que sus parámetros se reestiman cada vez que se incorpora una nueva observación. Este procedimiento implica que cada nueva publicación de la CNTR conlleva revisiones de los datos correspondientes a los trimestres precedentes y se une al proceso habitual de revisión de los datos estadísticos de la Contabilidad Nacional a medida que se dispone de más información, que también puede modificar las series históricas. En consecuencia, la señal inicialmente estimada sobre la dinámica de la actividad económica puede verse alterada a lo largo del tiempo.

A modo de ilustración, el gráfico 1.a muestra la evolución de las tasas de crecimiento intertrimestral anualizadas del PIB

1 En este sentido, las tasas interanuales de los datos tanto ajustados como no ajustados de estacionalidad y de efectos de calendario exhiben un retraso en la identificación de los puntos de giro en las series económicas en comparación con las tasas intertrimestrales. Para un ejemplo numérico, véase el anejo 1.1 de Fondo Monetario Internacional. (2017). *Quarterly National Accounts Manual*. 2017 Edition. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/qna/pdf/2017/QNAManual2017text.pdf>

2 Instituto Nacional de Estadística. (2025). *Contabilidad nacional trimestral de España: principales agregados. Inventario de fuentes y métodos*. Mimeo. https://www.ine.es/daco/daco42/daco4214/inventario_fuentes_metodos.pdf

3 Instituto Nacional de Estadística. (2024). *Estándar del INE para la corrección de efectos estacionales y efectos de calendario en las series coyunturales*. Mimeo. https://www.ine.es/clasifi/estandar_efectos_estacionales.pdf

4 Este enfoque sigue las recomendaciones publicadas en los manuales de cuentas trimestrales de Eurostat y el Fondo Monetario Internacional, así como las directrices de ajuste estacional de Eurostat —*ESS Guidelines on seasonal adjustment*—.

Recuadro 1

EL AJUSTE ESTACIONAL DE LA CONTABILIDAD NACIONAL TRIMESTRAL Y EL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2025 (cont.)

ajustado de estacionalidad correspondientes a 2025, tal como han sido publicadas en las distintas ediciones de la CNTR. Destacan, en particular, las revisiones registradas en la estimación del crecimiento del primer trimestre de 2025. En concreto, mientras que en la publicación de avance, de abril de 2025, dicha tasa se situaba en el 2,3 %, de acuerdo con la información más reciente —publicada en enero de este año— el crecimiento estimado ascendería al 1,8 %.

En contraste, el gráfico 1.b presenta la evolución de las tasas de crecimiento interanual de las series brutas en el mismo período. Como puede apreciarse, dichas tasas habrían proporcionado una señal más estable —si bien más retrasada— sobre la evolución de la actividad a lo largo del año. En particular, el dato de avance correspondiente al primer trimestre de 2025 registró un crecimiento del 2,6 %, muy próximo al de la última estimación disponible, que se sitúa en el 2,7 %. Adicionalmente, cabe destacar la señal de estabilidad en la tasa de crecimiento del PIB durante los tres primeros trimestres de 2025 que se desprende de las tasas interanuales de la serie bruta, las cuales se han situado de forma persistente en el entorno del 2,7 % a lo largo de las distintas publicaciones de la CNTR.

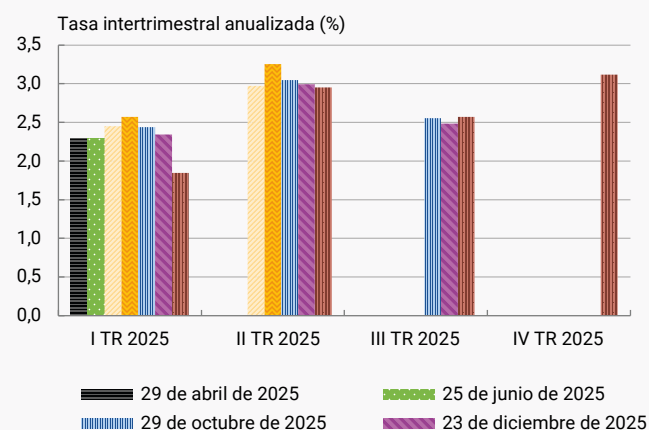
En cuanto al segundo reto metodológico asociado al procedimiento de ajuste estacional, conviene señalar que

la restricción de coherencia entre los agregados anuales de las series brutas de la CNTR y los de las series ajustadas estacionalmente resulta especialmente relevante en el último trimestre del año, cuando ya se dispone de una estimación de dichos agregados para los cuatro trimestres del año natural y, por tanto, la señal del crecimiento del conjunto del año debe coincidir entre las series brutas y las series ajustadas estacionalmente. Este hecho puede generar, nuevamente, dificultades en la interpretación de las señales coyunturales sobre el dinamismo de la actividad económica a medida que avanza el año.

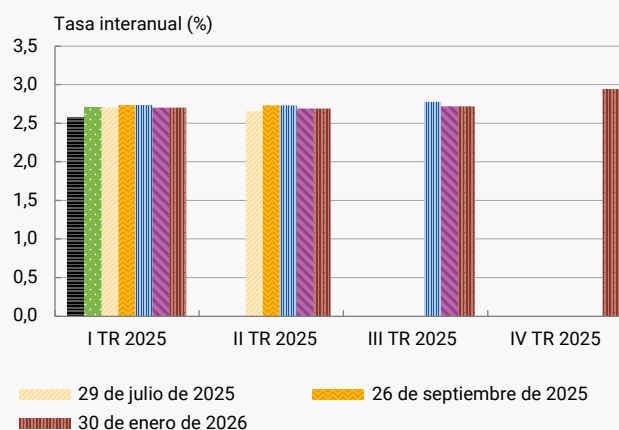
Los datos de avance del PIB correspondientes al cuarto trimestre de 2025 ofrecen un ejemplo ilustrativo de este fenómeno. En particular, con carácter previo a la publicación de dichos datos de avance, los modelos de corto plazo del Banco de España, en el contexto del ejercicio de proyecciones de diciembre de 2025, apuntaban a una tasa de crecimiento intertrimestral del PIB ajustado de estacionalidad en el último trimestre del año en un rango comprendido entre el 0,6 % y el 0,7 %⁵. Este intervalo determinaba un crecimiento de la actividad en el conjunto de 2025 del 2,9 % y, por ende, una aceleración de la tasa interanual de crecimiento del PIB en términos brutos de cinco décimas, desde el 2,8 % en el tercer trimestre hasta el 3,3 % en el cuarto trimestre. Esta acusada aceleración del dinamismo de la actividad, medida

Gráfico 1
Estimación de la actividad económica a lo largo del tiempo

1.a PIB real corregido de estacionalidad y efectos calendario



1.b PIB real bruto



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

5 "Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Diciembre de 2025".

Recuadro 1

EL AJUSTE ESTACIONAL DE LA CONTABILIDAD NACIONAL TRIMESTRAL Y EL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2025 (cont.)

a partir de las tasas interanuales de la serie bruta, introducía un elemento adicional de incertidumbre en relación con la materialización del crecimiento anual previsto para el conjunto del año.

No obstante, según la estadística de avance, entre octubre y diciembre de 2025 el crecimiento intertrimestral alcanzó el 0,8 %, es decir, entre una y dos décimas por encima de lo anticipado por el Banco de España. En cambio, en el conjunto de 2025 el crecimiento se situó en el 2,8 %, una décima por debajo de lo previsto. Esta aparente contradicción se explica por la revisión a la baja de la expansión de la actividad en el primer trimestre de 2025, cuya tasa de crecimiento se ha corregido y ha pasado de un 0,6 % a un 0,5 %. En términos interanuales de la serie bruta del PIB, la actividad habría acelerado su ritmo de crecimiento entre el tercer y el cuarto trimestre del año en dos décimas, desde el 2,7 % hasta el

2,9 %, aceleración que habría sido menor que la contemplada por el Banco de España en diciembre⁶.

En conclusión, los datos ajustados estacionalmente permiten extraer una señal más precisa de la dinámica subyacente de la actividad económica en términos de *momentum* económico. No obstante, el procedimiento estadístico necesario para su obtención, junto con la exigencia de garantizar la coherencia de estos datos con las series brutas, da lugar a revisiones de dicha señal a lo largo del tiempo, que se añaden a las revisiones habituales de las series de la Contabilidad Nacional conforme se dispone de nueva información. Caracterizar adecuadamente este extremo es relevante tanto para la interpretación de los errores de previsión como para una correcta evaluación de la incertidumbre que rodea al escenario central de los ejercicios de proyección.

6 Nótese que la publicación de los datos de avance del cuarto trimestre de 2025 dio lugar a una ligera revisión a la baja de la tasa de crecimiento interanual del tercer trimestre, desde el 2,8 % previamente estimado hasta el 2,7 %.

Recuadro 2

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD: PRIMER TRIMESTRE DE 2026

Introducción

Este recuadro presenta los resultados de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), correspondiente al primer trimestre de 2026. A partir de una muestra de las sociedades no financieras españolas, la EBAE evalúa cada tres meses la evolución de la actividad empresarial en el trimestre corriente y las perspectivas a corto plazo¹. En particular, la encuesta recopila información cualitativa sobre la facturación, el empleo, la inversión empresarial y los precios pagados y cobrados por las empresas colaboradoras. Además, en esta ocasión la encuesta incluyó un módulo específico sobre el uso de herramientas de inteligencia artificial en las empresas, cuyos resultados se analizarán próximamente. El trabajo de campo se llevó a cabo entre el 9 y el 23 de febrero. La encuesta fue remitida para su cumplimentación *online* a una muestra de casi 15.000 sociedades, de las que más del 30 % son colaboradoras habituales de la Central de Balances. Como en trimestres pasados, el grado de participación de las empresas ha sido muy satisfactorio, con un total de algo más de 7.000 encuestas válidas recibidas, lo que supone una tasa de respuesta del 46 %. En este recuadro se detallan los principales resultados obtenidos a partir de las respuestas recibidas.

Facturación, empleo e inversión

Los resultados de la encuesta sugieren que, en el primer trimestre de 2026, la *facturación*² habría registrado una caída acorde con el patrón estacional propio de los primeros trimestres del año (gráfico 1.a). No obstante, una vez descontados los efectos estacionales³, también se aprecia un ligero retroceso tras varios trimestres consecutivos de crecimiento. Esta evolución es coherente con la señal que ofrece el PMI, que apunta a una cierta desaceleración de la actividad en los primeros meses de este año. Por sectores, el comportamiento es mayoritariamente negativo, con descensos en la mayoría de las ramas de actividad, en general algo más acusados

que los observados en el mismo período de años anteriores (gráfico 1.b).

En términos de *empleo*, las empresas encuestadas declaran un descenso de la ocupación con respecto al trimestre anterior, nuevamente influido por la variación estacional (gráfico 1.c). No obstante, la serie desestacionalizada muestra un ligero crecimiento de la ocupación en este trimestre⁴. En línea con el patrón sectorial observado, destaca la reducción del empleo en la mayor parte de los sectores.

En relación con las *decisiones de inversión*, los resultados revelan un ligero retroceso de la inversión tras siete trimestres consecutivos de aumentos. Esta caída sería algo más intensa en la industria que en el resto de los sectores, aunque se observa cierto patrón estacional que puede estar afectando a estos resultados. Además, las expectativas empresariales para el segundo trimestre de 2026 sugieren una posible recuperación (gráfico 2.a).

Esta atonía de la inversión coincide con un ligero aumento del porcentaje de empresas que consideran que su capacidad productiva es excesiva en este trimestre. En particular, aunque este colectivo de empresas se mantiene reducido, cerca del 8,2 % manifiestan que disponen de capacidad adicional para atender una mayor demanda, frente al 6,7 % registrado en el trimestre anterior. No obstante, en torno al 88 % de las empresas consideran que su capacidad actual es adecuada para satisfacer el nivel de demanda existente.

Perspectivas de la actividad y evolución de los salarios a medio plazo

La mayoría de las empresas creen que su facturación aumentará en el próximo año, sin que se observen cambios respecto a lo anticipado en el trimestre anterior. En concreto, el 54 % esperan un incremento, especialmente en actividades como los servicios de información y comunicaciones y el transporte. Por su parte, cerca del

1 Los resultados que se presentan en este recuadro se han calculado utilizando pesos que permiten replicar la distribución del empleo en la Estadística de Empresas Inscritas en la Seguridad Social por ramas (un total de 15) y por estratos de tamaño (4).

2 Las respuestas de las empresas se resumen en un índice que pondera sus valoraciones cualitativas formuladas en una escala de cinco niveles según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2, descenso leve = -1, estabilidad = 0, aumento leve = 1, aumento significativo = 2.

3 Dado que las series disponibles de la EBAE son aún demasiado cortas para aplicar las técnicas de desestacionalización habituales, se ha construido una serie provisional corregida de variaciones estacionales a partir de una estimación de la relación histórica entre el indicador de facturación de la EBAE y la serie trimestral original de ventas totales en grandes empresas y pymes de la Agencia Tributaria, con el objetivo de estimar el componente estacional. Esta estimación está sujeta a revisiones posteriores y debe interpretarse como una primera estimación preliminar.

4 Al igual que con la facturación, se ha construido una serie provisional corregida de variaciones estacionales a partir de una estimación de la relación histórica entre el indicador de empleo de la EBAE y la serie trimestral de ocupados de la Encuesta de Población Activa, con el fin de estimar el componente estacional. Dicha estimación está sujeta a revisiones posteriores y debe interpretarse como una primera estimación preliminar.

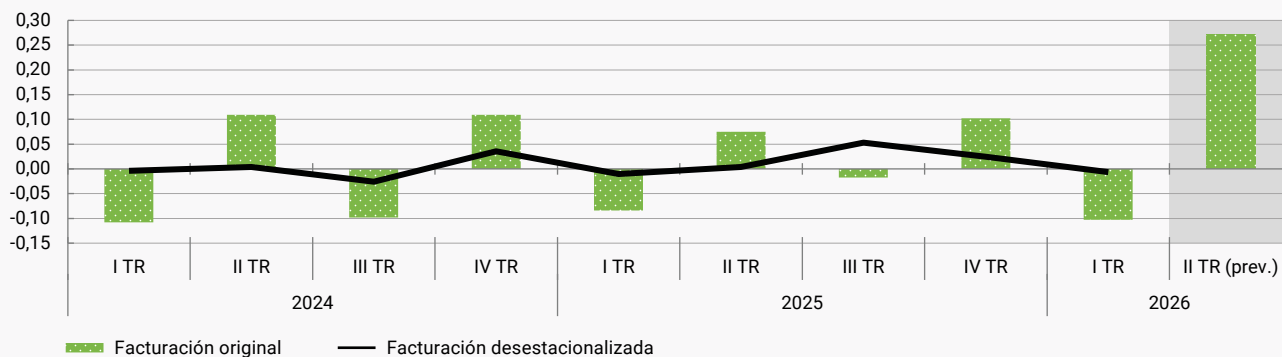
Recuadro 2

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD: PRIMER TRIMESTRE DE 2026 (cont.)

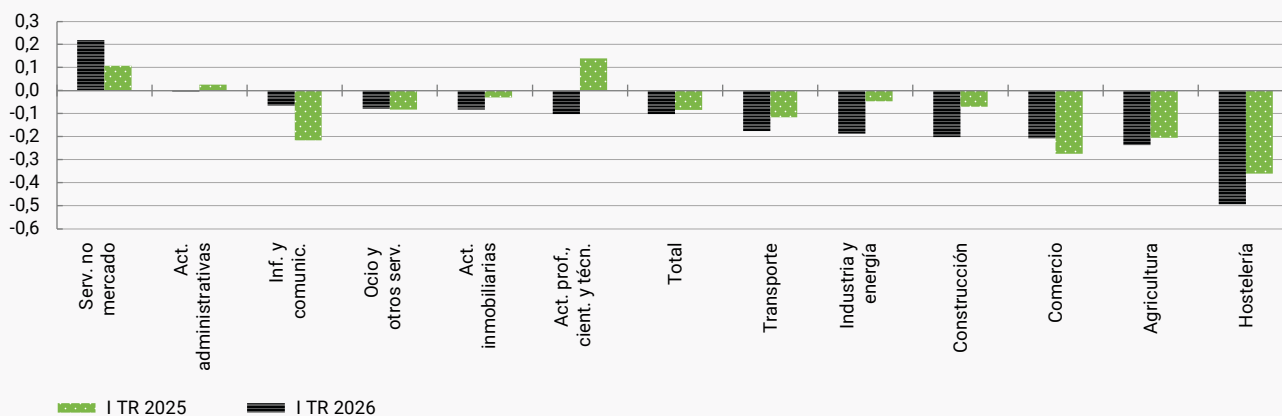
Gráfico 1

Evolución y perspectivas de la facturación y el empleo empresarial

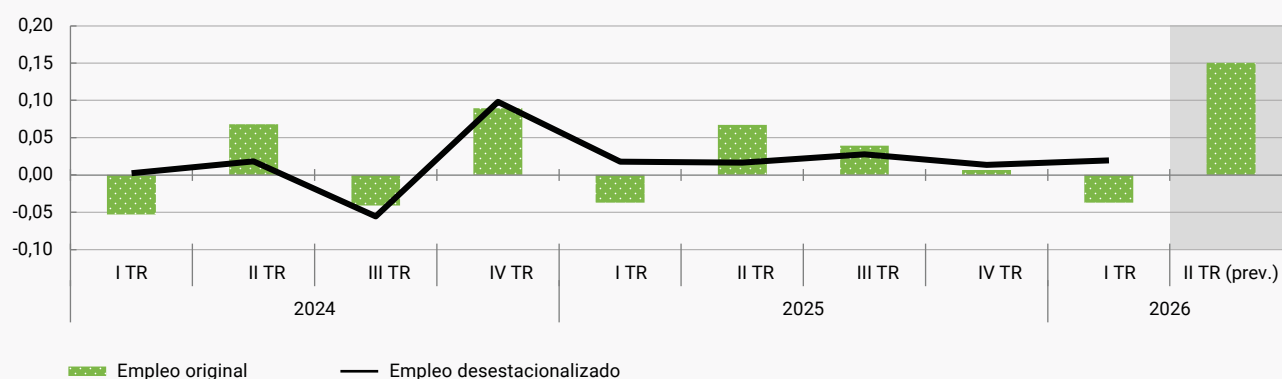
1.a Evolución trimestral de la facturación (a)



1.b Evolución trimestral de la facturación, por ramas (a)



1.c Evolución trimestral del empleo (a)



FUENTE: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial.

a Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2, aumento leve = 1, estabilidad = 0, descenso leve = -1, descenso significativo = -2.

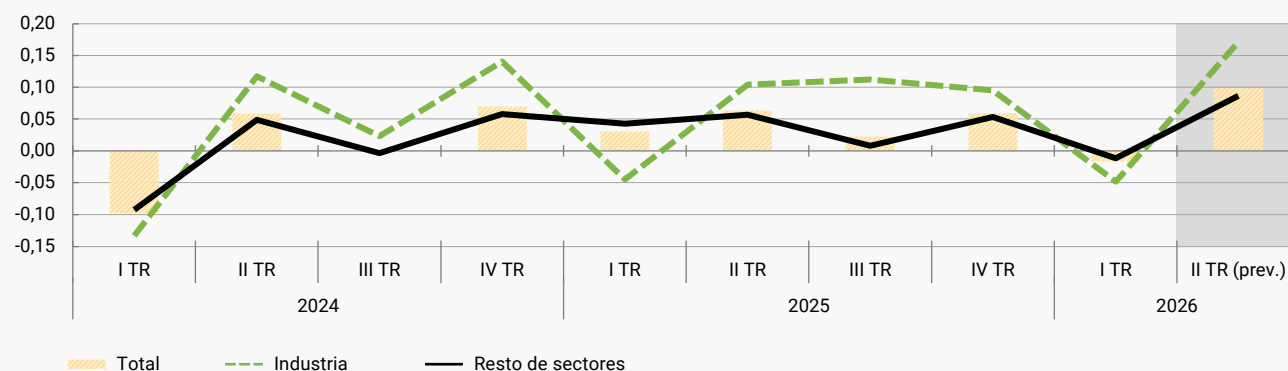
Recuadro 2

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD: PRIMER TRIMESTRE DE 2026 (cont.)

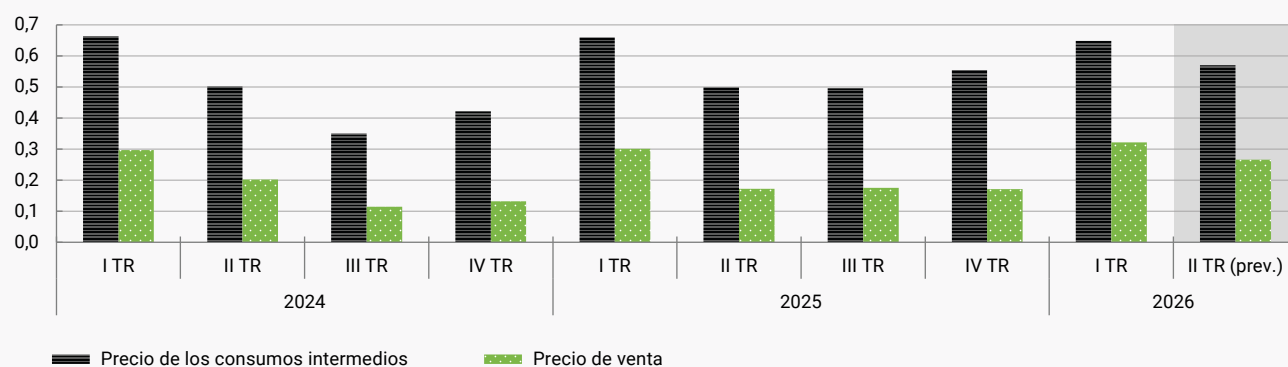
Gráfico 2

Inversión, precios y condicionantes de la actividad

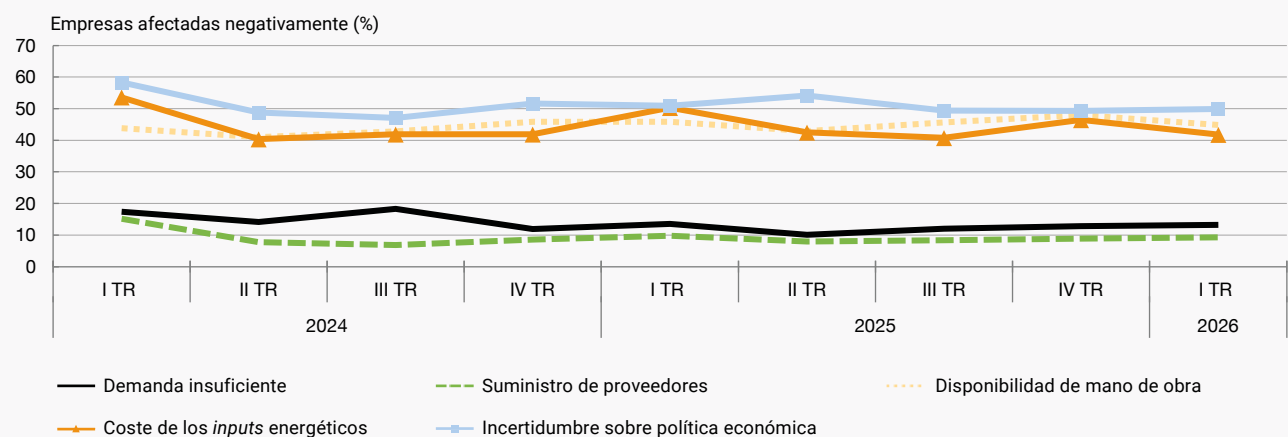
2.a Variación de la inversión empresarial (a)



2.b Evolución trimestral del precio de los consumos intermedios y de los precios de venta (a)



2.c Condicionantes de la actividad empresarial (b)



FUENTE: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial.

a Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2, aumento leve = 1, estabilidad = 0, descenso leve = -1, descenso significativo = -2.

b Empresas que declaran un impacto negativo o muy negativo de cada uno de los factores sobre su actividad.

Recuadro 2

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD: PRIMER TRIMESTRE DE 2026 (cont.)

32 % de las empresas prevén que su facturación se mantendrá estable, mientras que un 14 % contemplan una posible reducción, concentrada principalmente en el sector agrícola, donde este porcentaje asciende al 21,6 %.

En cuanto a la incertidumbre sobre estas expectativas, la mayor parte de las empresas consideran que sus expectativas de facturación se materializarán con una cierta probabilidad, esto es, muestran una incertidumbre baja o normal sobre la facturación esperada (71,2 % en el trimestre actual, en línea también con lo reportado en el anterior).

Costes y precios

En relación con la evolución de los *costes de los consumos intermedios*, los resultados de la encuesta apuntan a un ligero repunte de las presiones inflacionistas con respecto al trimestre anterior, especialmente en los sectores de la hostelería y la construcción. Este aumento de los costes se habría trasladado a los *precios de venta*, que muestran un incremento significativo en comparación con el cuarto trimestre de 2025, con mayor intensidad en los sectores de transporte e información y comunicaciones (gráfico 2.b).

De cara al segundo trimestre de 2026, las empresas encuestadas anticipan una moderación gradual de las presiones inflacionistas. En esta misma línea, las *expectativas a un año vista* se mantienen relativamente estables respecto a las reportadas en el trimestre anterior, si bien los resultados sugieren un ligero descenso en las previsiones de aumento tanto de los costes de los consumos intermedios como de los costes laborales.

Como en años anteriores, cerca del 46 % de las empresas prevén que los salarios evolucionarán en línea con la inflación esperada para 2026, mientras que un 25 % anticipan una vinculación solo parcial. Por su parte, un 12,7 % de las empresas señalan que los salarios no estarán ligados a la evolución del IPC. El resto espera que la variación de los sueldos esté condicionada por el comportamiento de la inflación pasada. En comparación con años anteriores, cabe destacar el progresivo descenso de la vinculación de los salarios a la evolución de la

inflación pasada. En particular, tras el fuerte aumento de la inflación en 2022, casi un 35 % de las empresas declararon fijar sus salarios en base al comportamiento de la inflación de 2023, mientras que en 2026 ese porcentaje ha disminuido hasta el 17 %.

Factores que inciden sobre la actividad

En cuanto a los condicionantes de la actividad en este trimestre, los resultados reflejan una relativa estabilidad en su incidencia sobre las empresas encuestadas. La incertidumbre en torno a la política económica continúa siendo el principal factor limitante: afecta al 50 % de las empresas, con una incidencia especialmente elevada en los sectores de transporte (63,5 %), comercio (61 %) e industria y energía (59,7 %).

Por otro lado, se observa una leve reducción de las dificultades asociadas tanto a la *disponibilidad de mano de obra* como a los *costes energéticos* (gráfico 2.c); en concreto, un 45 % de las empresas señalan la escasez de mano de obra, 3 puntos porcentuales (pp) menos que hace tres meses. Por sectores, estos problemas siguen siendo especialmente relevantes en la construcción, la hostelería y el transporte, donde el 58 %, el 55 % y el 52 % de las empresas, respectivamente, declaran que este factor les afecta negativamente.

Asimismo, el coste de los *inputs* energéticos incide en cerca del 42 % de las empresas, lo que supone una reducción de 4,7 pp respecto al trimestre anterior. No obstante, su impacto se mantiene elevado en sectores como la hostelería, el transporte y la agricultura.

Por último, cabe señalar que la incidencia de los condicionantes financieros sobre la actividad de las empresas es relativamente reducida. Las dificultades de acceso a la financiación afectan a cerca del 13 % de las empresas, mientras que los gastos asociados al pago de intereses de la deuda repuntan ligeramente en este trimestre. No obstante, solo el 19 % de las empresas consideran que este último factor supone una limitación relevante para su actividad.

Recuadro 3

MEDIDAS FISCALES PARA MITIGAR EL IMPACTO DEL SHOCK ENERGÉTICO Y SU EFECTO SOBRE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En el ámbito de la política fiscal, además de la **actualización de los supuestos fiscales**, la principal novedad con respecto al ejercicio de proyecciones de diciembre es el **Real Decreto-ley 7/2026**, aprobado por el Gobierno el pasado 20 de marzo para mitigar los efectos del encarecimiento de los precios energéticos sobre los hogares y las empresas (derivado del conflicto bélico que tiene lugar en Oriente Próximo). El nuevo paquete incluye diversas medidas para contener el impacto del aumento de los costes energéticos sobre los consumidores y las empresas, con un coste total para las Administraciones Públicas (AAPP) estimado por el Gobierno en 5.000 millones de euros¹. La vigencia de estas medidas es temporal —en general, hasta junio— y afecta, en principio, solo a la previsión del saldo de las AAPP en el año en curso. No obstante, queda abierta la posibilidad de su extensión en caso de que las tensiones en los mercados energéticos persistan, lo que constituye un elemento de incertidumbre significativo con respecto a las previsiones actuales.

Este recuadro detalla las medidas fiscales contenidas en el real decreto-ley (RDL), así como el impacto presupuestario y macroeconómico contemplado en el actual ejercicio de proyecciones. En particular, las medidas están articuladas en torno a dos ejes principales: una significativa reducción de la imposición energética y un conjunto de ayudas directas dirigidas a los sectores más afectados y a las familias más vulnerables.

En primer lugar, el RDL contiene un paquete de medidas dirigidas a reducir los impuestos energéticos de manera generalizada, cuyo impacto presupuestario estimado alcanzaría en torno a un 0,15 % del PIB (cuadro 1). El paquete incluye, por un lado, la reducción de los tipos del IVA de los combustibles, la electricidad, el gas y la madera, desde el 21 % hasta el 10 %; y, por otro, una rebaja del impuesto especial sobre hidrocarburos (IEH) y del impuesto especial sobre la electricidad (IEE) y la supresión del impuesto sobre el valor de la producción de la energía

eléctrica (IVPEE)². De acuerdo con el RDL, estas medidas impositivas estarán vigentes, en general, hasta el 30 de junio de 2026³.

En segundo lugar, el RDL incorpora un conjunto de subvenciones, ayudas directas y otras medidas de apoyo, cuyo impacto presupuestario estimado alcanzaría en torno al 0,14 % del PIB (cuadro 1). Dentro de este conjunto de medidas destacan, por un lado, las bonificaciones adicionales de 20 céntimos por litro de gasóleo dirigidas al sector del transporte y a los sectores agrícola y ganadero, que permanecerán en vigor hasta el 30 de junio de 2026; y, por otro lado, las ayudas específicas para los sectores industriales y energéticos, vigentes hasta el 31 de diciembre de 2026, entre las que se encuentran la bonificación del 80 % de los peajes a las industrias electrointensivas, el «canon cero» para el almacenamiento subterráneo de gas hasta marzo de 2027 y un suplemento de las compensaciones por emisiones indirectas de CO₂. Asimismo, se contemplan transferencias al sector primario y al transporte marítimo, incluyendo la ayuda para compensar el encarecimiento de fertilizantes, el apoyo a la flota pesquera, las ayudas a los servicios de transporte marítimo y diversas líneas de financiación agraria y pesquera, todas ellas activas hasta el 31 de diciembre de 2026. Por último, se recogen medidas de protección al consumidor energético, como la flexibilización extraordinaria de contratos de electricidad y gas natural (vigente hasta el 30 de junio de 2026) y la ampliación del bono social térmico, además de las deducciones en el IRPF para la adquisición de vehículos eléctricos incluidas en el Programa Auto+, que se extienden hasta el 31 de diciembre de 2026.

El impacto macroeconómico de estas medidas actúa principalmente a través de dos canales. Por el lado de la inflación, al abaratar de forma inmediata la factura energética de hogares y empresas, estas medidas reducen los precios finales de la electricidad y otros suministros, moderando la inflación tanto directamente (a través del componente energético) como indirectamente (al aliviar

1 El **RDL 7/2026** incluye también medidas sin impacto presupuestario directo o de carácter exclusivamente normativo (como, por ejemplo, la ampliación del bono social eléctrico, la garantía de suministro para consumidores vulnerables, instrumentos financieros o ayudas con cargo a fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia).

2 Si bien el IVPEE es un impuesto cuya recaudación no tiene incidencia en el presupuesto de las AAPP —al destinarse íntegramente al sistema eléctrico—, el **RDL 7/2026** introduce una subvención extraordinaria que compensa al sector energético por la pérdida de ingresos del sistema eléctrico derivada de la modificación de este impuesto.

3 Nótese que el **RDL 7/2026** dispone que las rebajas referidas al IVA, al IEH y al IEE podrían dejar de tener efecto el 31 de mayo en función de la evolución del IPC de los componentes energéticos relacionados con cada figura durante el mes de abril.

Recuadro 3

MEDIDAS FISCALES PARA MITIGAR EL IMPACTO DEL *SHOCK* ENERGÉTICO Y SU EFECTO SOBRE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

los costes de producción y contener presiones de segunda vuelta). Por el lado del crecimiento del PIB, al disminuir los costes energéticos, se incrementa la renta disponible de los hogares y se reduce la presión de los costes sobre las empresas, lo que favorece un mayor consumo e inversión y mitiga la pérdida de competitividad que provocaría un *shock* energético adverso. En todo caso, conviene tener en cuenta que la reversión de estas medidas puede generar efectos de signo contrario en la inflación y la actividad. Por ejemplo, en el caso de las rebajas a la imposición de la energía, su entrada en vigor produce una reducción mecánica de la inflación —al disminuir directamente los precios finales afectados por dichas medidas—, pero, de manera simétrica, su eventual reversión genera un incremento igualmente mecánico de la tasa de inflación, al restituirse los tipos impositivos previos. Por tanto, en términos netos, a lo largo del horizonte de proyección el impacto acumulado de la aplicación y posterior retirada de estas medidas tiende a ser prácticamente nulo sobre la inflación.

A continuación se presenta una estimación del impacto macroeconómico de dichas medidas a partir de la comparación entre las proyecciones de la economía española del escenario central de este documento —que incorporan el efecto del paquete fiscal— y un escenario contrafactual en el que dichas medidas no se consideran (cuadro 2).

En el caso de la inflación, el escenario sin medidas fiscales contempla un ritmo de crecimiento promedio de los precios en 2026 cinco décimas por encima del correspondiente al escenario central, mientras que se situaría cinco décimas por debajo en 2027. Es decir, el impacto del paquete fiscal incluido en el escenario central reduciría la inflación cinco décimas en 2026 y su reversión la aumentaría cinco décimas en 2027. De este modo, cabe destacar que la adopción de las medidas fiscales contribuiría a reducir de manera significativa la volatilidad de la inflación en los próximos dos años. En particular, un escenario contrafactual sin el paquete fiscal registraría

Cuadro 1
Medidas de apoyo fiscal contenidas en el RDL 7/2026 (a)

	Importe (% del PIB)	Fecha de vigencia
Reducción impuestos energéticos (b)	0,15	
Rebaja IVA combustibles (del 21 % al 10 %)		30-jun-2026
Rebaja IVA electricidad, gas, madera (del 21 % al 10 %)		30-jun-2026
Rebaja IEH		30-jun-2026
Rebaja IEE (del 5,11 % al 0,5 %)		30-jun-2026
Supresión IVPEE (c)		30-jun-2026
Subvenciones, ayudas directas y otras medidas	0,14	
Bonificación adicional de 20 cts./l gasóleo para sectores del transporte, agrícola y ganadero		30 jun-2026
Ayudas para sectores industriales y energéticos		31-dic-2026 (d)
Transferencias al sector primario y transporte marítimo		31-dic-2026 (e)
Medidas de protección al consumidor energético		31-dic-2026 (f)
Deducciones en IRPF para adquisición de vehículo eléctrico: Programa Auto+		31-dic-2026
TOTAL	0,3	

FUENTE: Banco de España.

- a Las medidas recogidas en este cuadro se han presentado en el RDL 7/2026, que también incluye otras medidas sin coste presupuestario directo (por ejemplo, las financiadas mediante el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia). Asimismo, el RDL 8/2026 incluye otras medidas que limitarían la revalorización de los alquileres. Ambos RDL estarían pendientes de convalidación en el Parlamento.
- b La reducción del IVA, del IEH y del IEE podría dejar de tener validez en junio, dependiendo de la evolución del IPC durante el mes de abril.
- c La supresión del IVPEE se acompaña de una subvención compensatoria para las empresas del sector eléctrico.
- d Este grupo de medidas incluye también el canon cero para almacenamiento subterráneo de gas, con fecha de vigencia hasta marzo de 2027.
- e Este grupo de medidas incluye también las ayudas a servicios de transporte marítimo, con fecha de vigencia hasta junio de 2026.
- f Este grupo de medidas incluye también la flexibilización de contratos de electricidad y gas natural, con fecha de vigencia hasta junio de 2026.

Recuadro 3

MEDIDAS FISCALES PARA MITIGAR EL IMPACTO DEL SHOCK ENERGÉTICO Y SU EFECTO SOBRE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

un notable repunte de la inflación en 2026 —hasta el 3,5 %, desde el 2,7 % observado en 2025—, seguido de una desaceleración acusada en 2027 —hasta el 2 %—. En contraste, el escenario central de estas proyecciones, que incorpora las medidas de apoyo fiscal, mostraría una senda de crecimiento de los precios más estable, con un repunte más moderado en 2026 —hasta el 3 %— y una desaceleración también menos intensa en 2027 —hasta el 2,5 %—. Por su parte, la inflación subyacente se situaría dos décimas por encima en 2026 en el escenario contrafactual sin medidas y tres décimas por debajo en 2027.

En lo que respecta a la actividad, la incorporación de las actuaciones contempladas en el RDL 7/2026 implicaría un crecimiento del PIB en 2026 superior en tres décimas al proyectado bajo un escenario sin medidas fiscales, mientras que en 2027 el crecimiento sería una décima inferior. Este perfil responde a que el paquete fiscal proporciona en 2026 un impulso significativo a la demanda interna, reforzando el consumo de los hogares a través de una mayor renta disponible y favoreciendo determinadas

decisiones de inversión. En 2027, la retirada del estímulo y el agotamiento del efecto base asociado a ese adelanto generarían una ligera moderación de la demanda, lo que daría lugar a una contribución menor de la demanda interna y a una senda más contenida del PIB.

En conclusión, tal y como se ha mostrado en este recuadro, las medidas fiscales contempladas en el RDL 7/2026 presentan un efecto macroeconómico positivo a corto plazo, al amortiguar las fluctuaciones de la inflación asociadas al súbito encarecimiento de los precios energéticos y mitigar, por tanto, su impacto sobre la actividad económica. Asimismo, su carácter temporal garantiza que las rebajas fiscales se circunscriban al período de mayor incidencia del *shock* energético. No obstante, su diseño, al no estar focalizado en los hogares más vulnerables, adolece de limitaciones en términos de su eficacia redistributiva⁴. En este sentido, alternativas más focalizadas y selectivas permitirían alcanzar un grado de protección similar, así como reducir distorsiones en las señales de precios relativos.

Cuadro 2
Comparación del escenario central de las previsiones con un escenario contrafactual sin las medidas de apoyo fiscal contenidas en el RDL 7/2026

%	Escenario central	Escenario sin medidas de carácter fiscal	Diferencia (pp)
PIB			
2026	2,3	2,0	0,3
2027	1,7	1,8	-0,1
Inflación			
2026	3,0	3,5	-0,5
2027	2,5	2,0	0,5
Inflación subyacente			
2026	2,7	2,9	-0,2
2027	2,7	2,4	0,3

FUENTE: Banco de España.

4 Dichas limitaciones son similares a las observadas en el caso de las medidas desplegadas en respuesta a la crisis energética desencadenada tras la invasión rusa de Ucrania. En particular, una parte significativa de las medidas adoptadas en el período 2022-2023 tuvo un carácter generalizado, lo que implicó que beneficiaran proporcionalmente en mayor medida a los hogares de renta alta, reduciendo su eficacia redistributiva y elevando su coste presupuestario. Para un análisis pormenorizado, véase Esteban García-Miralles. (2023). "Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>

Recuadro 4

ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ASOCIADOS A LA INTENSIDAD Y LA DURACIÓN DEL SHOCK ENERGÉTICO DERIVADO DEL CONFLICTO BÉLICO EN ORIENTE PRÓXIMO

El conflicto bélico en Oriente Próximo ha dado lugar a un acusado aumento de las cotizaciones de las materias primas energéticas y a un notable repunte de la volatilidad en los mercados financieros. La naturaleza extraordinariamente cambiante del contexto actual, junto con la elevada incertidumbre que rodea la evolución futura del conflicto y, por extensión, del *shock* energético asociado, aconseja considerar distintas hipótesis sobre la trayectoria de un conjunto de variables económicas clave. Sobre esta base se construyen diversos escenarios macroeconómicos alternativos, plausibles en los próximos meses, que complementan el escenario central de estas proyecciones y permiten calibrar con mayor precisión los riesgos a los que se halla expuesto. Este recuadro describe en detalle los supuestos empleados en la elaboración de dichos escenarios alternativos, así como sus principales resultados.

Se definen dos escenarios alternativos, denominados «adverso» y «severo», en función de los supuestos sobre la evolución futura de los precios de las materias primas energéticas y los mercados exteriores en que se

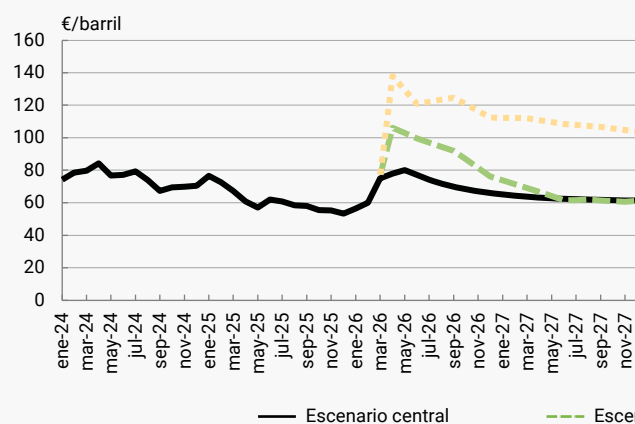
sustentan. Así, estos escenarios incorporan, de forma incremental, trayectorias más elevadas de los precios del petróleo y de la electricidad en los próximos meses (gráfico 1) y un deterioro más acusado de los mercados exteriores¹.

Los escenarios alternativos considerados implican una reducción significativa de las tasas de crecimiento del PIB y un repunte más acusado de la inflación en los próximos trimestres en comparación con la senda definida en el escenario central (cuadro 1)². En concreto, las tasas de inflación se verían presionadas al alza por el aumento del componente energético, en particular de los precios de los carburantes, del gas y de la electricidad. Dada la magnitud de este encarecimiento, cabría esperar, además, una traslación a lo largo de la cadena productiva, que presionaría al alza los costes y, en consecuencia, los precios de consumo de otros componentes, como los alimentos, así como la inflación subyacente. Este escenario de mayor inflación erosionaría las rentas reales de los hogares, lo que restaría dinamismo a la actividad económica³. Cabe señalar que, en los distintos escenarios

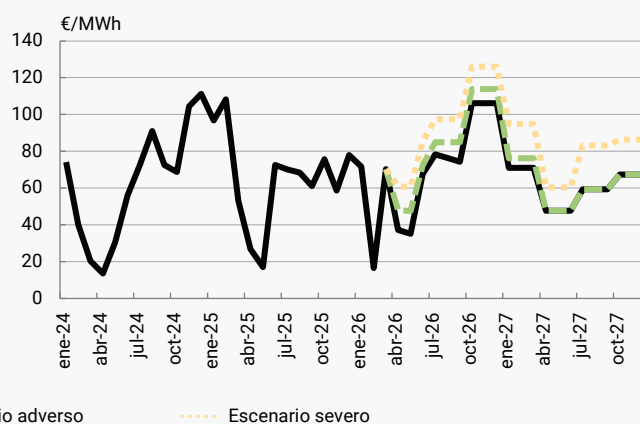
Gráfico 1

Supuestos sobre los precios energéticos bajo distintos escenarios

1.a Precio del petróleo



1.b Precio de la electricidad en los mercados mayoristas



FUENTE: Banco de España.

- 1 Las sendas de los precios energéticos y de los mercados exteriores se han elaborado teniendo en cuenta los escenarios adverso y severo de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» de marzo de 2026.
- 2 Los impactos de estos escenarios para la UEM en términos de PIB e inflación se presentan en la ficha 7 de este documento.
- 3 En cualquier caso, un supuesto que subyace a las proyecciones en ambos escenarios es el de una respuesta moderada de los incrementos salariales a la inflación, lo que evita que se desencadenen fenómenos de retroalimentación entre el incremento de los salarios y los precios finales, y, por tanto, un agravamiento adicional del proceso inflacionario, con consecuencias más adversas sobre la competitividad exterior y sobre la actividad y el empleo.

Recuadro 4

ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ASOCIADOS A LA INTENSIDAD Y LA DURACIÓN DEL SHOCK ENERGÉTICO DERIVADO DEL CONFLICTO BÉLICO EN ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

considerados, no se modifica la respuesta de las políticas fiscal y monetaria, con el fin de garantizar una comparación homogénea entre ellos.

Escenario adverso

El escenario adverso contempla un aumento de los precios del crudo y de la electricidad en las próximas semanas superior al planteado en el escenario central (gráfico 1)⁴. No obstante, las disrupciones en los mercados energéticos se asumen transitorias, en la medida en que las infraestructuras físicas de producción y carga de crudo y gas en Oriente Próximo no resultarían significativamente dañadas por el conflicto actualmente en curso. En este contexto, a partir de la segunda mitad del año, los flujos de materias primas energéticas comenzarían a normalizarse y convergerían hacia los niveles previstos en el escenario central en los primeros meses de 2027. En este escenario, los mercados de exportación de España crecerían 0,6 pp menos en 2026 que en el escenario central —hasta el 1,3 %—, mientras que en 2027 se produciría un rebote algo más intenso —de 0,3 pp adicionales, hasta el 3 %—.

En este escenario adverso, el ritmo de avance del PIB en 2026 y 2027 se reduciría, con respecto al escenario central, en una y dos décimas, respectivamente, hasta el 2,2 % y el 1,5 %. Al mismo tiempo, la tasa de inflación sería casi 1 pp más elevada en 2026 —3,9 %— y, debido al supuesto de normalización rápida de los mercados energéticos, 0,5 pp más baja en 2027 —2 %—. Por su parte, la inflación subyacente aumentaría en 0,3 pp en relación con el escenario central en 2026 y sería una décima inferior en 2027, registrando tasas del 3 % y el 2,6 % en dichos años, respectivamente.

Escenario severo

El escenario severo asume un conflicto bélico más intenso y duradero, que resultaría en una prolongación de las disrupciones en los flujos de materias primas energéticas hasta el final del presente año, de modo que los volúmenes transportados solo comenzarían a normalizarse a partir de comienzos de 2027. Además, dicha normalización sería gradual, como consecuencia de una destrucción significativa de las infraestructuras energéticas en Oriente Próximo, lo que daría lugar a que las cotizaciones del

Cuadro 1
Comparación de las proyecciones macroeconómicas para España en diversos escenarios

%	Proyecciones de marzo de 2026			Diferencias con respecto al escenario central (pp)	
	Escenario central	Escenario adverso	Escenario severo	Escenario adverso	Escenario severo
PIB					
2025	2,8	2,8	2,8	0,0	0,0
2026	2,3	2,2	1,9	-0,1	-0,4
2027	1,7	1,5	1,1	-0,2	-0,6
Inflación					
2025	2,7	2,7	2,7	0,0	0,0
2026	3,0	3,9	5,9	0,9	2,9
2027	2,5	2,0	3,2	-0,5	0,7
Inflación subyacente					
2025	2,6	2,6	2,6	0,0	0,0
2026	2,7	3,0	3,7	0,3	1,0
2027	2,7	2,6	3,0	-0,1	0,3

FUENTES: BCE y Banco de España.

4 Conviene tener en cuenta que los precios de la electricidad reflejan la evolución de las cotizaciones del gas y que, por tanto, los escenarios alternativos considerados serían coherentes con niveles más elevados de dichas cotizaciones.

Recuadro 4

ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ASOCIADOS A LA INTENSIDAD Y LA DURACIÓN DEL SHOCK ENERGÉTICO DERIVADO DEL CONFLICTO BÉLICO EN ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

crudo y de la electricidad se mantuvieran en niveles significativamente más elevados a lo largo de todo el horizonte de proyección. En este escenario, los mercados de exportación de España registrarían un crecimiento sensiblemente más débil en 2026 y 2027 que en el escenario central —1 pp y 0,9 pp menos, respectivamente, hasta el 0,9 % y el 1,8 %—.

Este escenario severo tendría efectos más adversos sobre la actividad económica y la evolución de los precios. En este contexto, las tasas de crecimiento del PIB se situarían cuatro y seis décimas por debajo de las del escenario central en 2026 y 2027, respectivamente, hasta el 1,9 % y el 1,1 %. Por su parte, la tasa de inflación general se elevaría 2,9 pp y 0,7 pp por encima de lo contemplado en el escenario central en dichos años, hasta el 5,9 % y el 3,2 %, respectivamente. En cuanto a la inflación subyacente, su crecimiento superaría al del escenario central en 1 pp en 2026 y en 0,3 pp en 2027, hasta situarse en el 3,7 % y el 3 %.

Es preciso subrayar que este ejercicio de construcción de escenarios tiene un carácter ilustrativo y está orientado a reflejar la elevada incertidumbre que afecta al escenario central, así como a proporcionar una calibración de posibles trayectorias futuras de la actividad y la inflación en contextos alternativos que se consideran plausibles. No obstante, estos escenarios están sujetos a diversas limitaciones que conviene señalar.

En primer lugar, la acusada volatilidad de los mercados energéticos —derivada de la elevada incertidumbre que rodea el curso futuro de la guerra, de las decisiones estratégicas adoptadas por los distintos países y de la evolución del contexto geopolítico— dificulta la definición precisa de posibles trayectorias para los precios energéticos y para otras variables clave, como los niveles de incertidumbre, el tipo de cambio o la evolución de los mercados financieros. En un entorno sujeto a cambios frecuentes, no puede descartarse la materialización de

Gráfico 2
Riesgos sobre el PIB

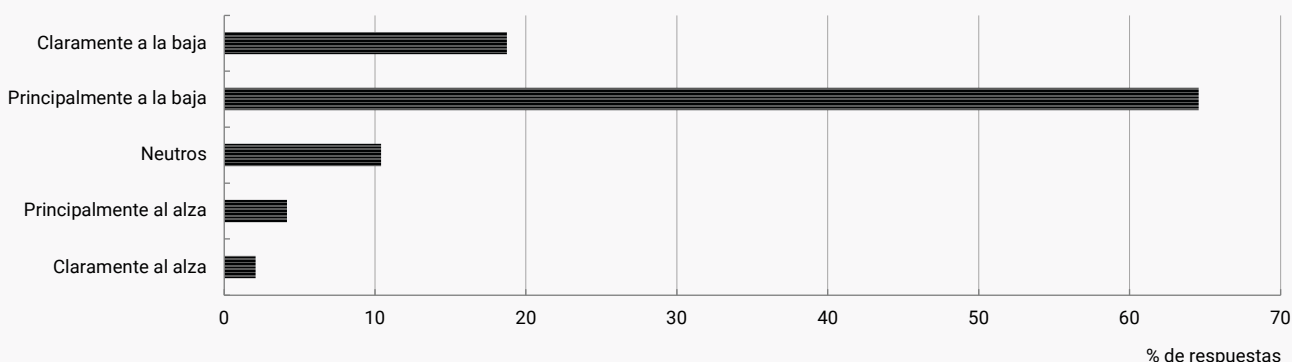
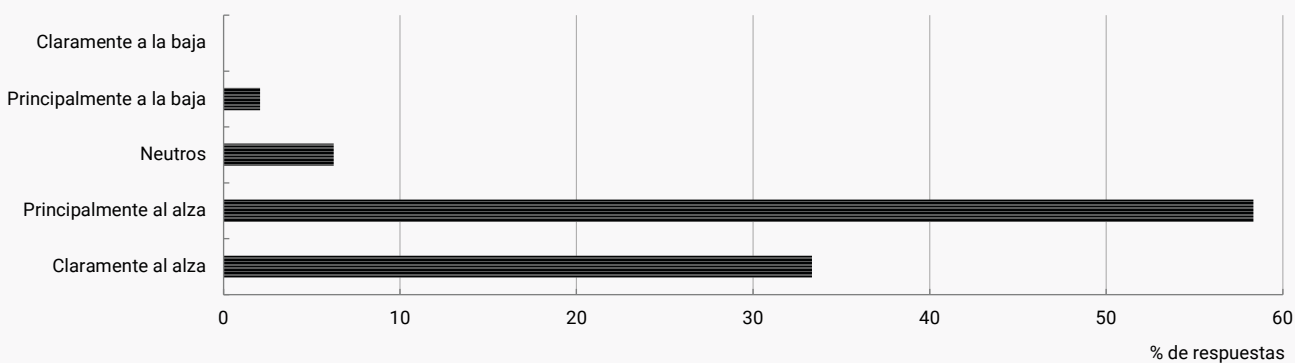


Gráfico 3
Riesgos sobre la inflación



FUENTE: Banco de España.

Recuadro 4

ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ASOCIADOS A LA INTENSIDAD Y LA DURACIÓN DEL SHOCK ENERGÉTICO DERIVADO DEL CONFLICTO BÉLICO EN ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

sendas en los precios de las materias primas más extremas que las consideradas en el escenario central, lo que podría dar lugar a tasas de inflación más elevadas. Ello incrementaría el grado de traslación del *shock* inflacionario a lo largo de la cadena productiva de la economía española, elevando el riesgo de efectos de segunda ronda sobre los salarios y pudiendo, en última instancia, traducirse en registros de inflación más elevados y persistentes.

En segundo lugar, las **medidas de compensación adoptadas en el ámbito fiscal** para mitigar los efectos del *shock* energético presentan un carácter contingente a la propia evolución de dicho *shock*. En este contexto, el impacto de los escenarios más severos podría verse atenuado, en la práctica, por la eventual ampliación o prolongación de las mencionadas medidas de carácter fiscal más allá de lo contemplado en la normativa actual.

Finalmente, en línea con los escenarios alternativos presentados en este recuadro, la encuesta sobre la valoración de riesgos acerca de la evolución futura de la economía española, realizada entre los economistas del Banco de España, apunta a la existencia de riesgos predominantemente a la baja para el PIB y al alza para la inflación en comparación con lo proyectado en el escenario central (gráficos 2 y 3). Asimismo, dichos economistas identifican un incremento de los riesgos externos relacionados con la situación geopolítica y la energía, así como de los vinculados a la inflación y a la evolución de la demanda exterior (gráficos 4 y 5). En este contexto, se ha incluido una pregunta adicional sobre las probabilidades que los encuestados asignan a los diferentes escenarios, y los resultados apuntan a una probabilidad elevada tanto para el escenario adverso como para el severo. En particular, los economistas del Banco de España asignan probabilidades similares a los

Gráfico 4
Valoración de cada fuente de riesgo

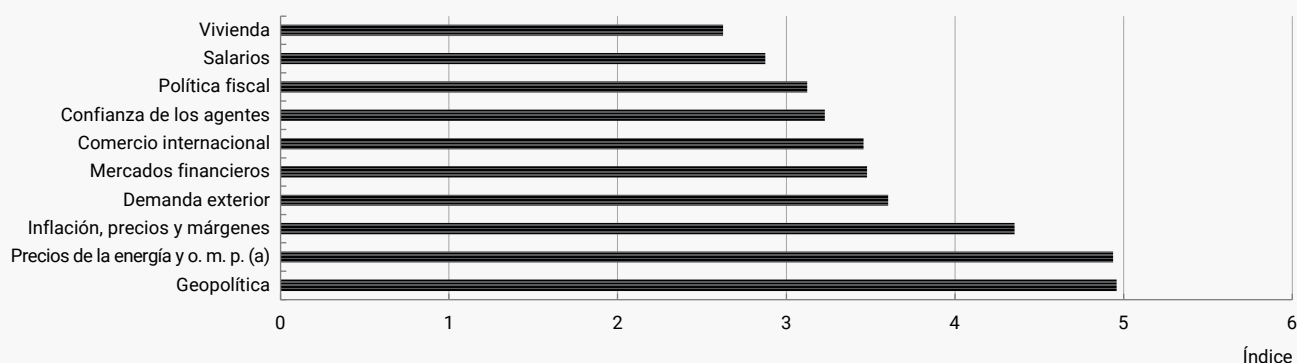
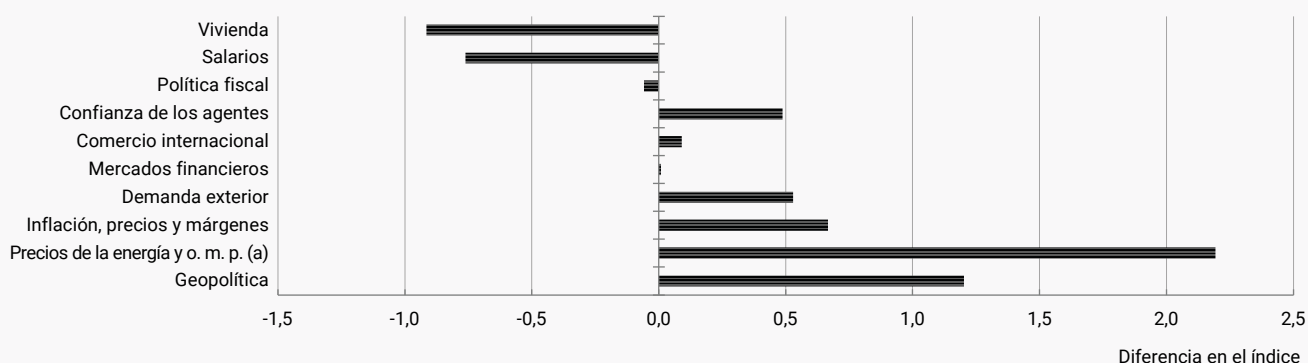


Gráfico 5
Cambio en la valoración de cada riesgo con respecto a septiembre



FUENTE: Banco de España.

a o. m. p.: otras materias primas.

Recuadro 4

ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ASOCIADOS A LA INTENSIDAD Y LA DURACIÓN DEL SHOCK ENERGÉTICO DERIVADO DEL CONFLICTO BÉLICO EN ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

tres escenarios —central, adverso y severo—, en concordancia con las probabilidades que, según Polymarket⁵ y a fecha de realización de la encuesta —20

de marzo—, asignaban los mercados a la resolución del conflicto antes de mayo de 2026, entre mayo y diciembre de 2026 o más allá de 2026.

5 Polymarket es un mercado de predicción descentralizado sobre eventos reales, tales como la resolución del conflicto actual en Oriente Próximo.

SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS

AAPP	Administraciones Públicas
AEAT	Agencia Española de Administración Tributaria
BCE	Banco Central Europeo
CCLL	Corporaciones Locales
CLU	Costes laborales unitarios
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral
CTNFSI	Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales
DANA	Depresión aislada en niveles altos
EBAE	Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial
EBE	Excedente bruto de explotación
€STR	<i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)
FMI	Fondo Monetario Internacional
GNL	Gas natural licuado
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IEEPA	Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (<i>International Emergency Economic Powers Act</i>)
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
INE	Instituto Nacional de Estadística
IPC	Índice de precios de consumo
IRPF	Impuesto sobre la renta de las personas físicas
IVA	Impuesto sobre el valor añadido
MITES	Ministerio de Trabajo y Economía Social
MRR	Mecanismo de Recuperación y Resiliencia
PFEMP	Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo
PIB	Producto interior bruto
PMI	Índice de gestores de compras (<i>purchasing managers' index</i>)
RDL	Real decreto-ley
SCOTUS	Corte Suprema de los Estados Unidos (Supreme Court of the United States)
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
USMCA	Acuerdo de libre comercio entre México, Estados Unidos y Canadá (<i>United States–Mexico–Canada Agreement</i>)
VAB	Valor añadido bruto
pb	Puntos básicos
pp	Puntos porcentuales