

RAFAEL DOMENECH

IV Workshop Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria APV-UVValencia, 25 de febrero de 2026

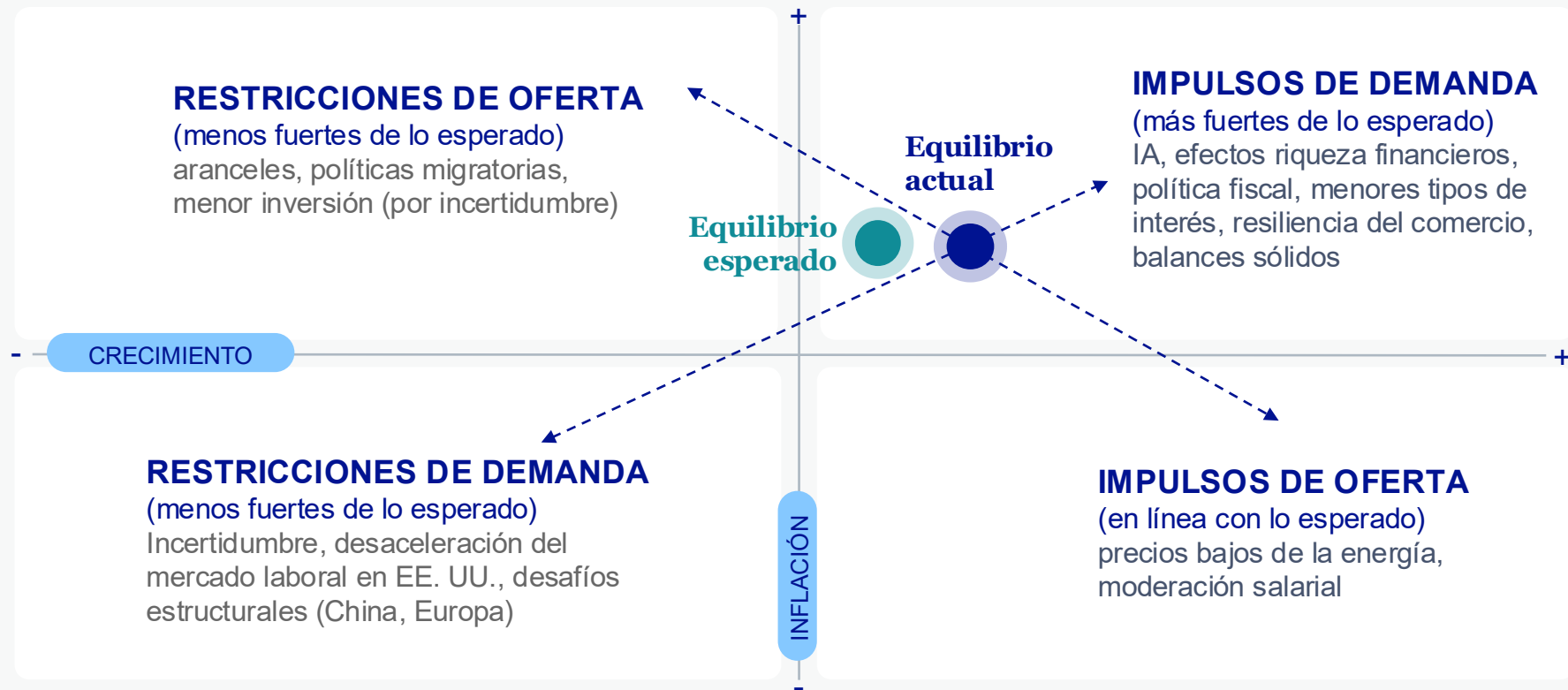
---

# **Perspectivas económicas mundiales en un entorno definido por la geoestrategia**

# **Economía mundial: Evolución reciente**

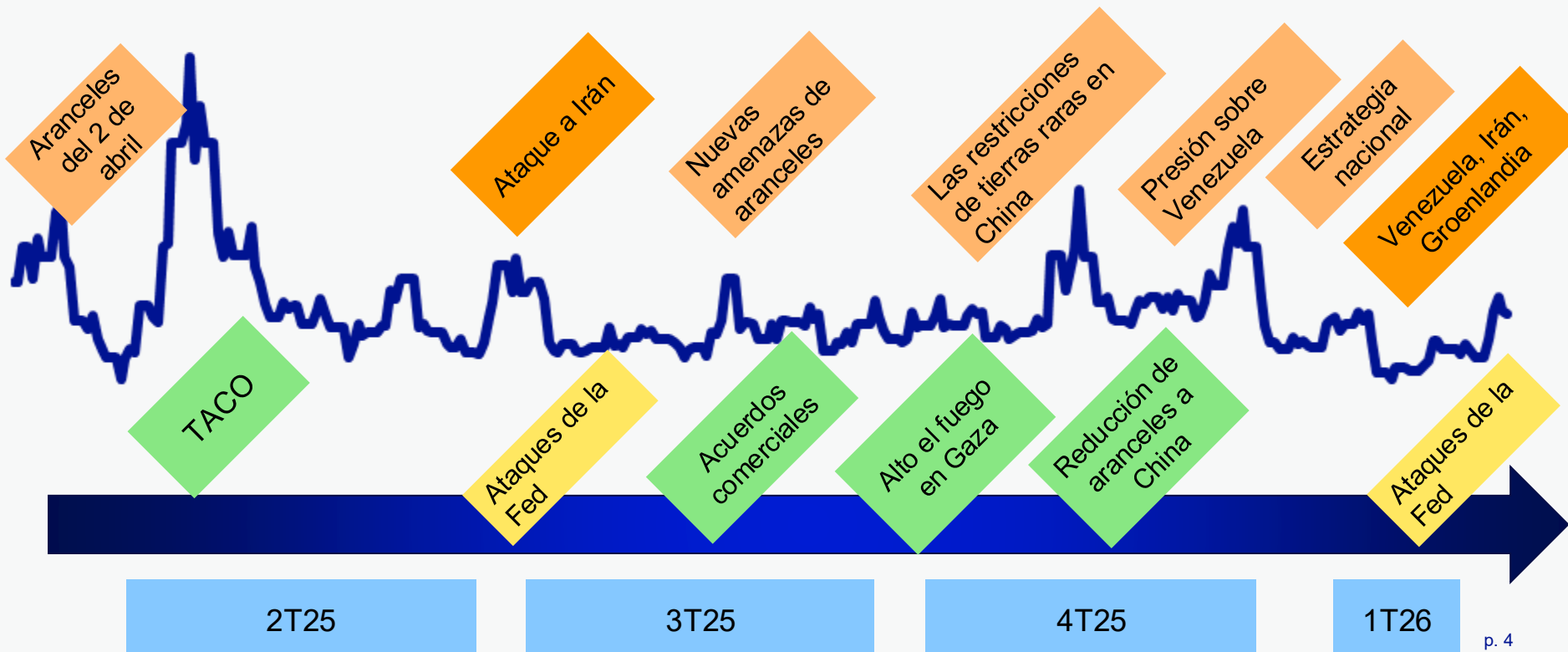
# La economía global sigue inestable, pero evoluciona mejor de lo esperado

## ECONOMÍA MUNDIAL: PRINCIPALES DETERMINANTES DEL EQUILIBRIO ACTUAL



# EE.UU.: cambios rápidos en 2025 que se intensifican en 2026

DECISIONES CLAVE DE POLÍTICA DE LA ADMINISTRACIÓN ESTADOUNIDENSE Y VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS FINANCIEROS (VIX)



# Nuestro escenario de 2024 ha sido ampliamente superado

## Proteccionismo comercial

(aranceles dirigidos, principalmente a China)

## Políticas antiinmigración

(presión al alza sobre los salarios internos)

## Política fiscal expansiva

(- impuestos, + gasto, especialmente en defensa)

## Las políticas climáticas se minimizarán

(aun así, la IRA no sería completamente derogada)

## Críticas a la Fed

(pero es probable que la independencia se preserve)

## Ataques al Estado de derecho

(pero prevalecerán los controles y equilibrios)

Más pro-Israel, menos anti-Rusia

Aranceles generalizados, más altos de lo esperado, incluso para CAN, UE, JAP, KOR

Mucho más agresivo de lo esperado

Confirmado, One Big Beautiful Bill

Giro brusco en las políticas climáticas

Más agresivo de lo esperado

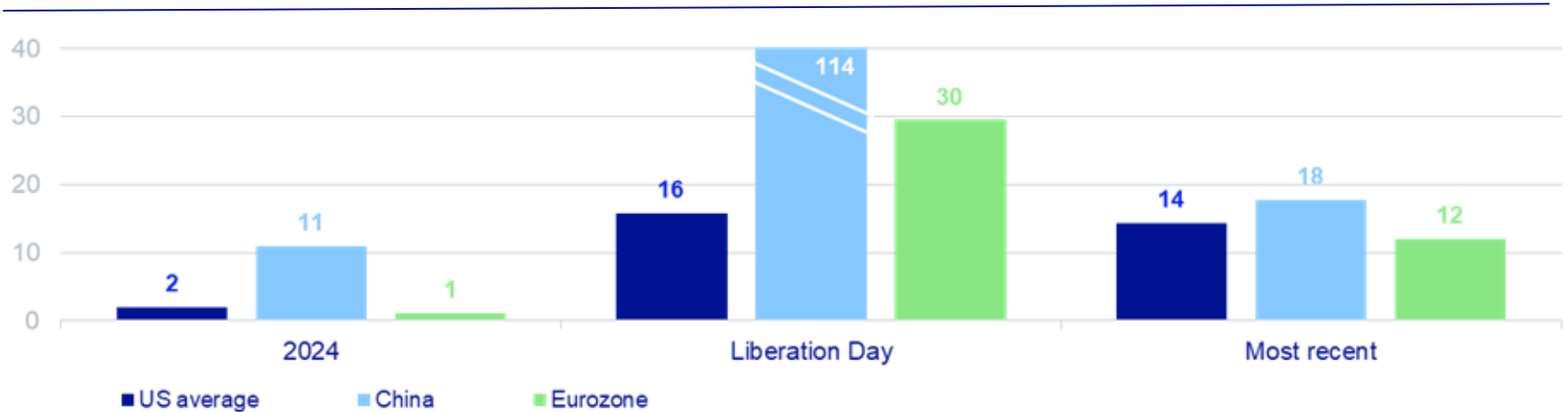
Confirmado, sesgo familiar y amigos cercanos, controles y equilibrios limitados

Confirmado, más duro con UKR de lo esperado y una Estrategia Nacional + radical



# Los aranceles han demostrado ser mucho más que una herramienta de negociación

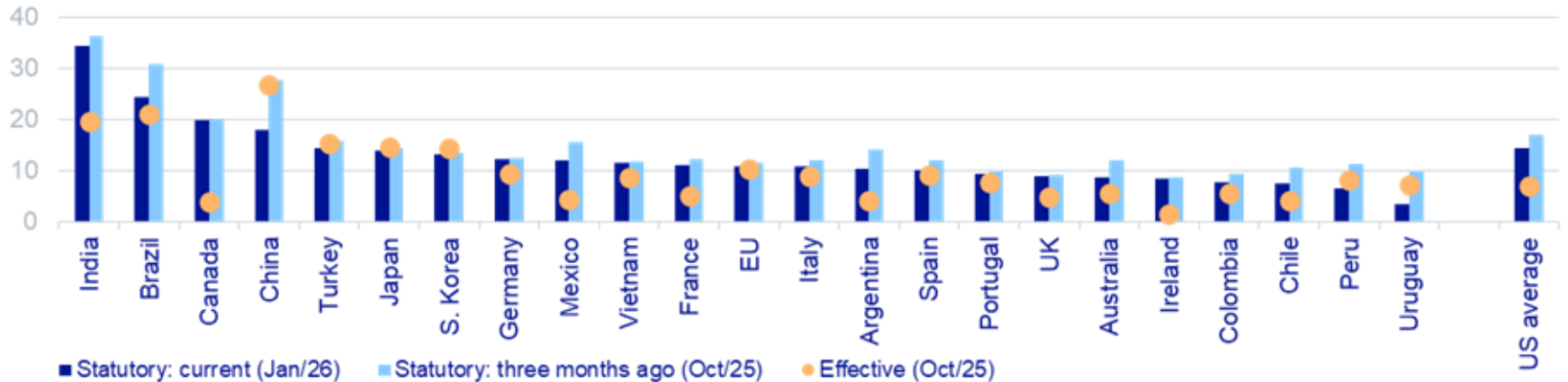
## ARANCELES EN EE. UU. (PP)



Fuente: BBVA Research

# Los aranceles han demostrado ser mucho más que una herramienta de negociación

## ARANCELES ESTATUTARIOS Y EFECTIVOS DE EE. UU. ANTES DE LA SENTENCIA DE SCOTUS: AUMENTO ESTIMADO DESDE PRINCIPIOS DE 2025 (\*) (PP)



(\*) Aranceles legales: cálculo de BBVA Research tras recientes acuerdos comerciales y anuncios unilaterales de Estados Unidos. Según aranceles generales establecidos para cada país (recíprocos y/o fentanilo), aranceles específicos en algunos sectores (acero, aluminio, automóviles, autopartes, farmacéutico...) y productos exentos (electrónica seleccionada, petróleo...). Los pesos sectoriales se calculan según los flujos comerciales de 2024. Aranceles efectivos: Cálculos de BBVA Research (ingresos totales de aranceles de EE. UU. divididos por el total de importaciones estadounidenses, por país) basados en datos de la USITC. Fuente: BBVA Research

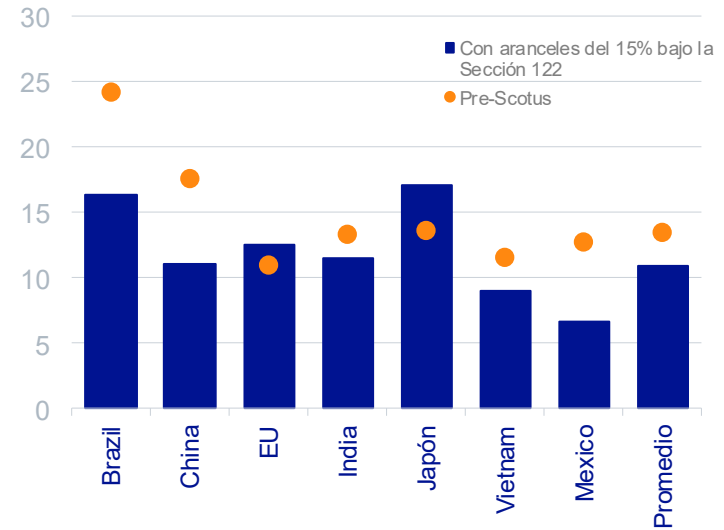
**Los acuerdos comerciales de EE.UU. (incluido con China) y las exenciones para algunos bienes (agrícolas) allanan el camino para aranceles más bajos, pero los anuncios recientes vuelven a aumentar los riesgos, también debido a la posible anulación legal de aranceles recíprocos y de fentanilo**

# El revés judicial a los aranceles de Trump: un alivio temporal con consecuencias fiscales

La sentencia de SCOTUS activa vías alternativas que aumentan la incertidumbre

- El Supremo ha **anulado los aranceles basados en la "emergencia económica" (IEEPA)**, recordando que la potestad tributaria reside en el Congreso y no en la discrecionalidad del Ejecutivo.
- **Incertidumbre y litigiosidad:** La anulación de los aranceles abre un escenario de caos jurídico para los acuerdos bilaterales recientes (incluido el de la UE) y una potencial devolución de los 170.000 M\$ recaudados, tensionando aún más el déficit fiscal estadounidense.
- **Impacto en la UE:** pérdida de base jurídica para que los socios comerciales mantengan los acuerdos alcanzados.

## ARANCELES ESTATUTARIOS EN EE.UU. ANTES Y DESPUÉS DE LA SENTENCIA DE SCOTUS (%)



Fuente: BBVA Research

# El mundo post-Trump, no será como el mundo pre-Trump; ¿Qué quedará?

## Estructural

- Aranceles más altos
- Cambios en el comercio global
- Rivalidad entre EE.UU. y China
- Intervencionismo y política industrial
- Laxitud fiscal (+ gasto en defensa)
- Autonomía estratégica de la UE
- Ucrania en la UE

## Parciales/Dudas

- Ruptura de acuerdos internacionales e irrelevancia de algunas instituciones
- El futuro de la OTAN (en medio de la división sobre Groenlandia)

## Temporal

- Modales/Tono
- Relaciones EEUU-UE
- Presión sobre la Fed
- Presión migratoria
- Actuando como si los controles y equilibrios no existieran

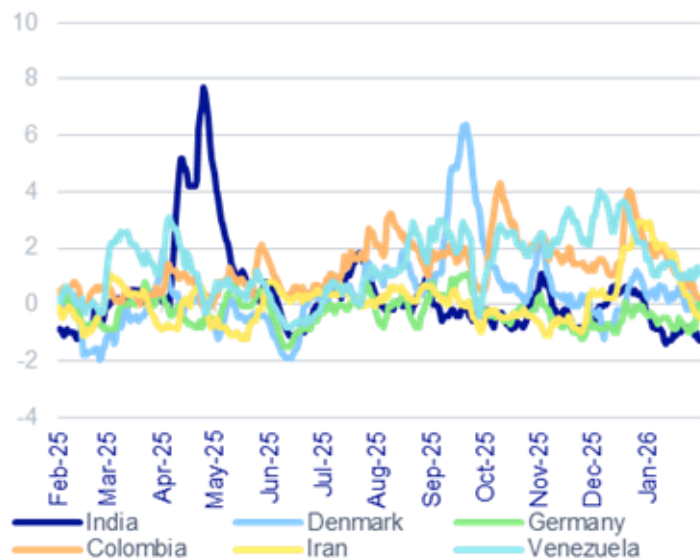
**Tres guerras en curso: (i) Trump contra el mundo y países; (ii) puntos de vista intermedios y políticos en (muchos) países; (iii) Trump vs controles y equilibrios internos de EE. UU.**

# EE.UU. cambia de confrontación entre los aliados occidentales y se centra en Irán

Las tensiones bilaterales de EE.UU. con la UE (Groenlandia) se han suavizado, y centra su atención en Irán, lo que aumenta la prima de riesgo geopolítica implícita en Brent

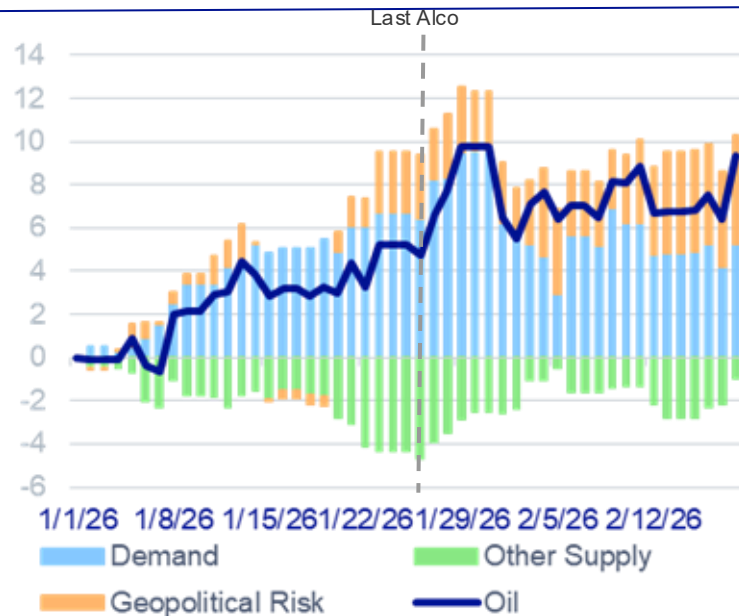
## ÍNDICE DE RIESGO GEOPOLÍTICO

(MEDIA HISTÓRICA = 0; MEDIA MÓVIL DE 28 DÍAS)



## DESCOMPOSICIÓN DEL AUMENTO DEL BRENT

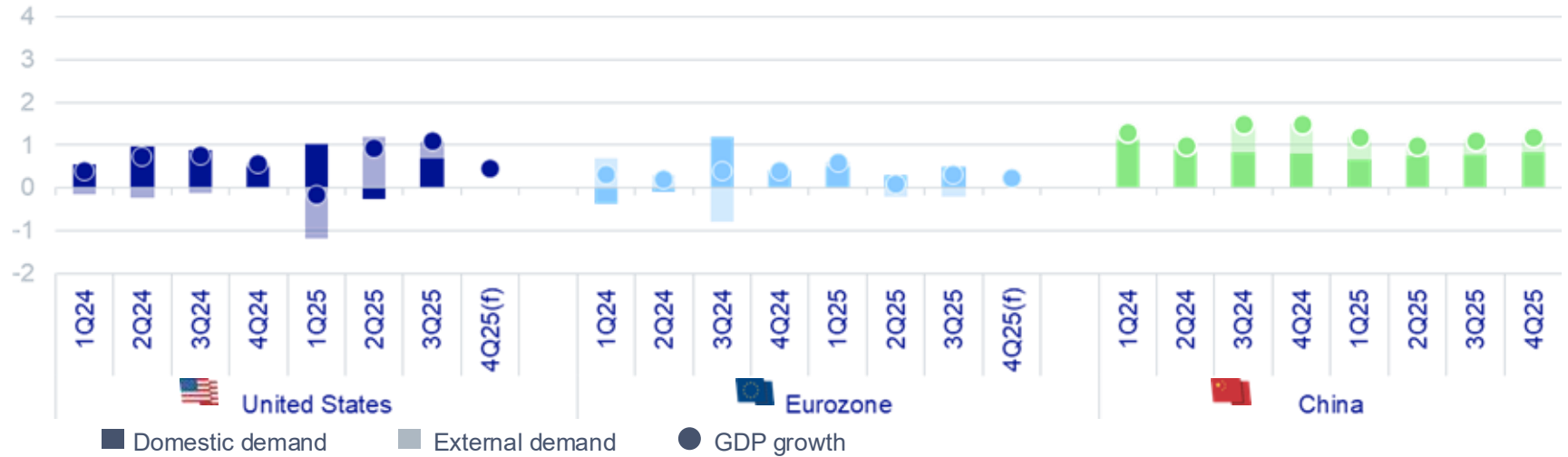
(\$/B)



# Actividad: El crecimiento del PIB se ha mantenido en general resiliente, superando en general las expectativas

## PIB: CONTRIBUCIÓN DE LAS DEMANDAS INTERNAS Y EXTERNAS AL CRECIMIENTO DEL PIB (\*)

(CRECIMIENTO DEL PIB: Q/Q%; CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB: PUNTOS PORCENTUALES)



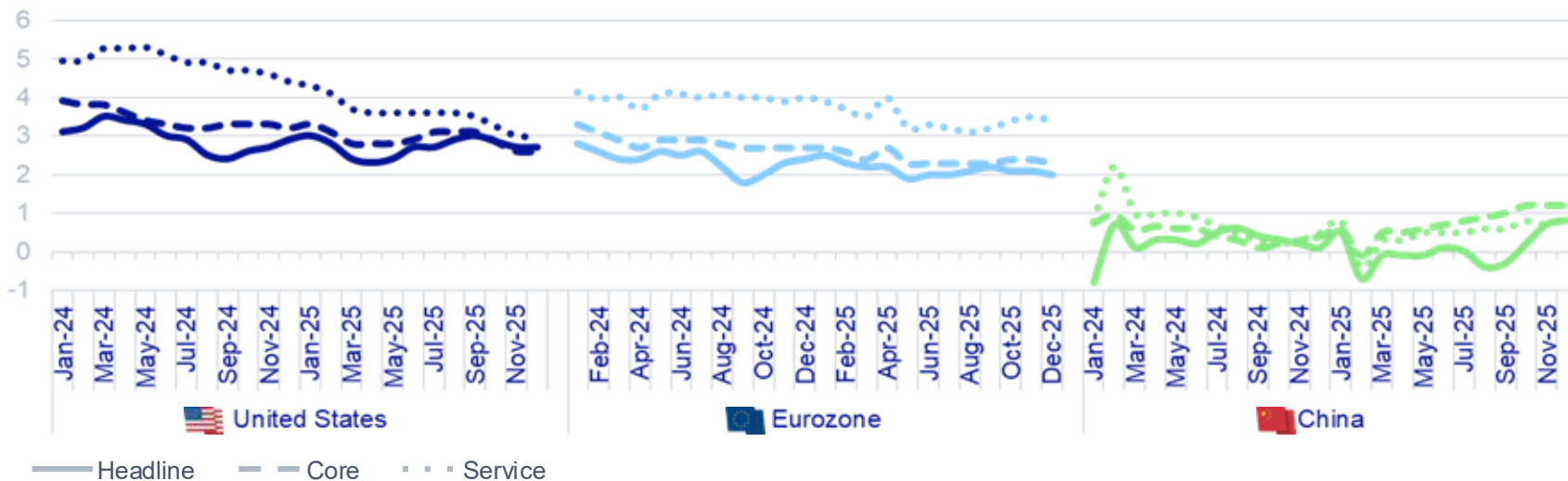
(\*) Previsión de BBVA Research para el 4T25 en EE. UU. y la Eurozona.  
Fuente: BBVA Research basada en datos de Haver y la NBS de China

**La demanda interna apoya el crecimiento en EE.UU., por la inversión en IA y el consumo privado (por efectos de la riqueza financiera); el contraste entre un sector de servicios más dinámico y una manufactura más débil sigue vigente, al menos en Estados Unidos**

# Inflación: sigue siendo alta, pero menor de lo esperado en EE. UU.; estable alrededor del 2% en la Eurozona

## INFLACIÓN

(Y/Y %)



Fuente: BBVA Research basada en datos de Haver

**EE. UU.: la inflación de bienes está aumentando en medio de altos aranceles. Los precios industriales están bajo control (los aranceles se pagan mayoritariamente por márgenes estadounidenses) y los precios de los servicios están aumentando a un ritmo más rápido en la Eurozona, y en cierta medida también en China:**

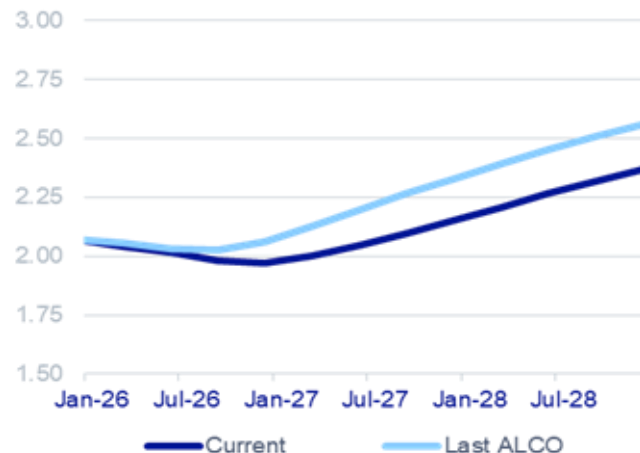
# Expectativas de tipos: relajación de la Fed y estabilidad para el BCE

## EE. UU.: TIPO IMPLÍCITO EN FUTUROS DE FONDOS FEDERALES (%)



(\*) Últimos datos disponibles: 19 de febrero de 2026  
Fuente: BBVA Research basada en datos de Haver

## EZ: TIPO IMPLÍCITO EN FUTUROS DE EURIBOR (%)



(\*) Últimos datos disponibles: 19 de febrero de 2026  
Fuente: BBVA Research basada en datos de Haver

**La Fed ha rebajado tipos para reducir los riesgos de una desaceleración del mercado laboral, pero se ha mostrado más agresiva ante el aumento de la preocupación por la inflación. El BCE ha mantenido los tipos sin cambios en el 2% y los riesgos ahora están más equilibrados**

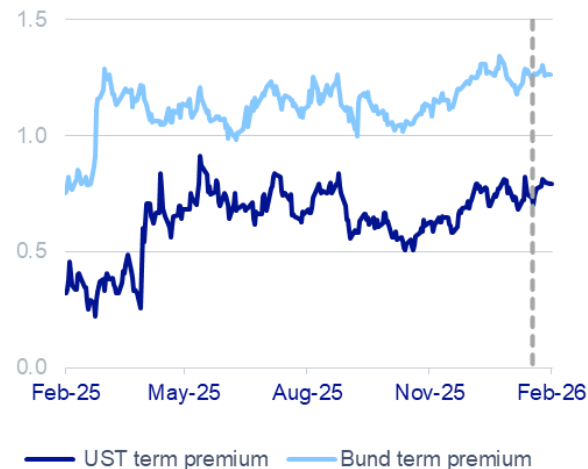
# La prima a plazo ayuda a aumentar los rendimientos largos en EE. UU., la EZ y Japón

## RENDIMIENTOS DE EE. UU., ALEMANIA Y JAPÓN EN 10 AÑOS (%)



(\*) Últimos datos disponibles: 21 de enero de 2026  
Fuente: BBVA Research basada en datos de Haver

## PRIMA A PLAZO DE EE. UU., ALEMANIA (%)



(\*) Últimos datos disponibles: 21 de enero de 2026  
Fuente: BBVA Research basada en datos de Haver

**Los cambios en las expectativas de tipos de interés han contribuido a impulsar al alza la pendiente de la curva de tipos de interés en EE.UU. Aumento de los tipos japoneses debido a la perspectiva de un mayor impulso fiscal. Las primas de riesgo soberano y corporativo siguen contenidas**

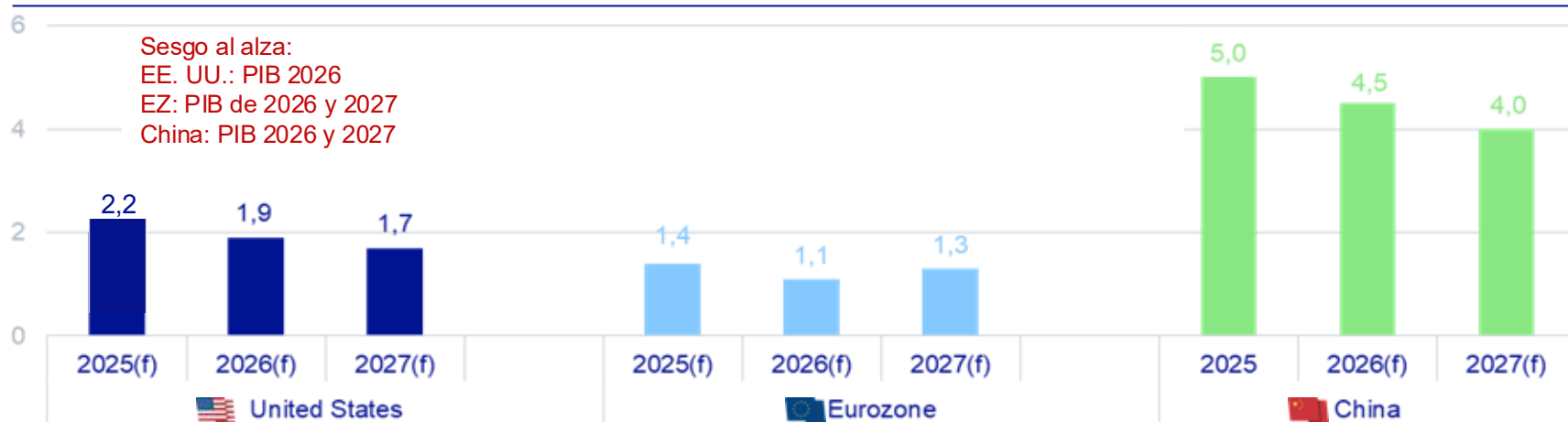
# Perspectivas de la economía mundial

# Crecimiento: los datos entrantes siguen sorprendiendo al alza, añadiendo un sesgo positivo a las previsiones del PIB en el G3

Q02= GDP growth (YoY%0n0) adds upside bias to 2025-26 US forecasts

## CRECIMIENTO DEL PIB

(% CAMBIO RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR ENTRE PARÉNTESIS)



(\*) Se prevé que el PIB global crezca un 3,2% en 2025, un 3,1% en 2026 y un 3,2% en 2027, respectivamente, 0,2 puntos porcentuales, 0,0 puntos positivos y 0,0 puntos positivos por encima de las previsiones anteriores.

(f): Pronóstico.

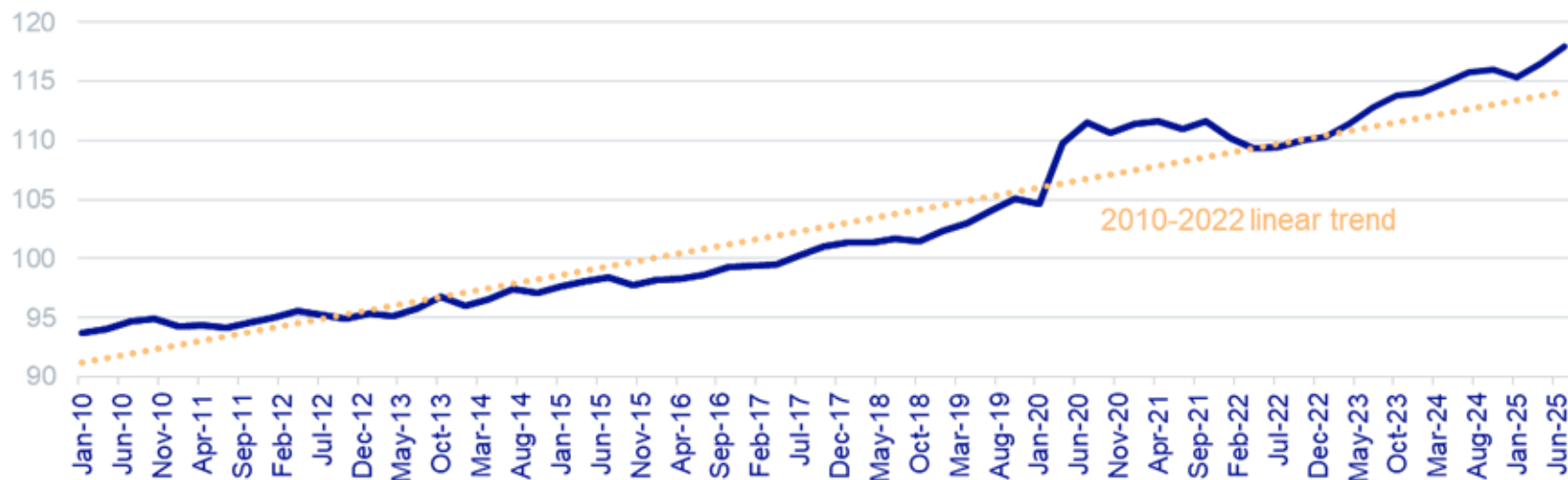
Fuente: BBVA Research

**Se espera que el impacto negativo de los aranceles y otros choques de oferta se compense en gran medida por la demanda de IA (principalmente en EE. UU.), el gasto fiscal (principalmente en la Eurozona) y las exportaciones resilientes (principalmente en China)**

# EE. UU.: la IA estaría aumentando la productividad y el PIB potencial, compensando el impacto de flujos migratorios

## PRODUCTIVIDAD (PIB POR HORA); SECTOR EMPRESARIAL NO AGRÍCOLA

(INDEX 2017=100)



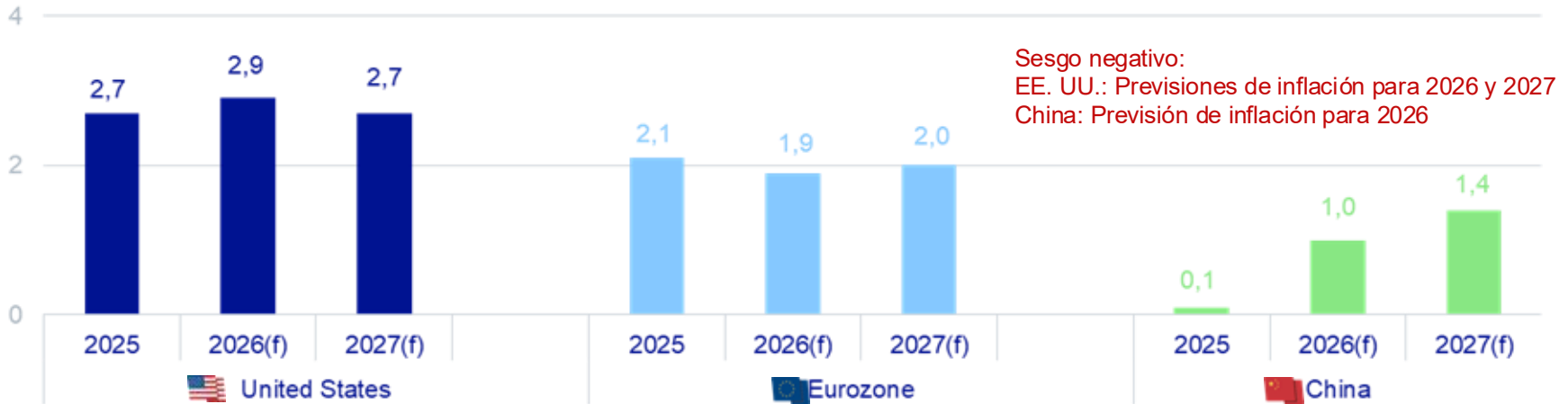
Fuente: BBVA Research basada en datos de FRED

Las estimaciones del impacto en la productividad de la IA varían ampliamente; las opiniones conservadoras pero plausibles sugieren un aumento mínimo de aproximadamente 0,5 puntos porcentuales en el PIB potencial de EE. UU. durante la próxima década.

# Se espera una inflación cerca del 3% en EE. UU. y del 2% en la Eurozona

## INFLACIÓN

(Y/Y %, PROMEDIO DEL PERIODO, CAMBIO RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR ENTRE PARÉNTESIS)



(f): Pronóstico.  
Fuente: BBVA Research

**Datos en tiempo real apuntan a más desinflación a principios de 2026. En China, aunque se prevé que se anticipen más medidas gubernamentales para abordar las preocupaciones sobre la deflación, los riesgos siguen inclinándose a la baja**

# Espacio limitado para una mayor flexibilización de la Fed; no se esperan recortes adicionales del BCE

## TIPOS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA(\*)

(% FIN DE PERIODO, CAMBIO RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR ENTRE PARÉNTESIS)



(f): Pronóstico.

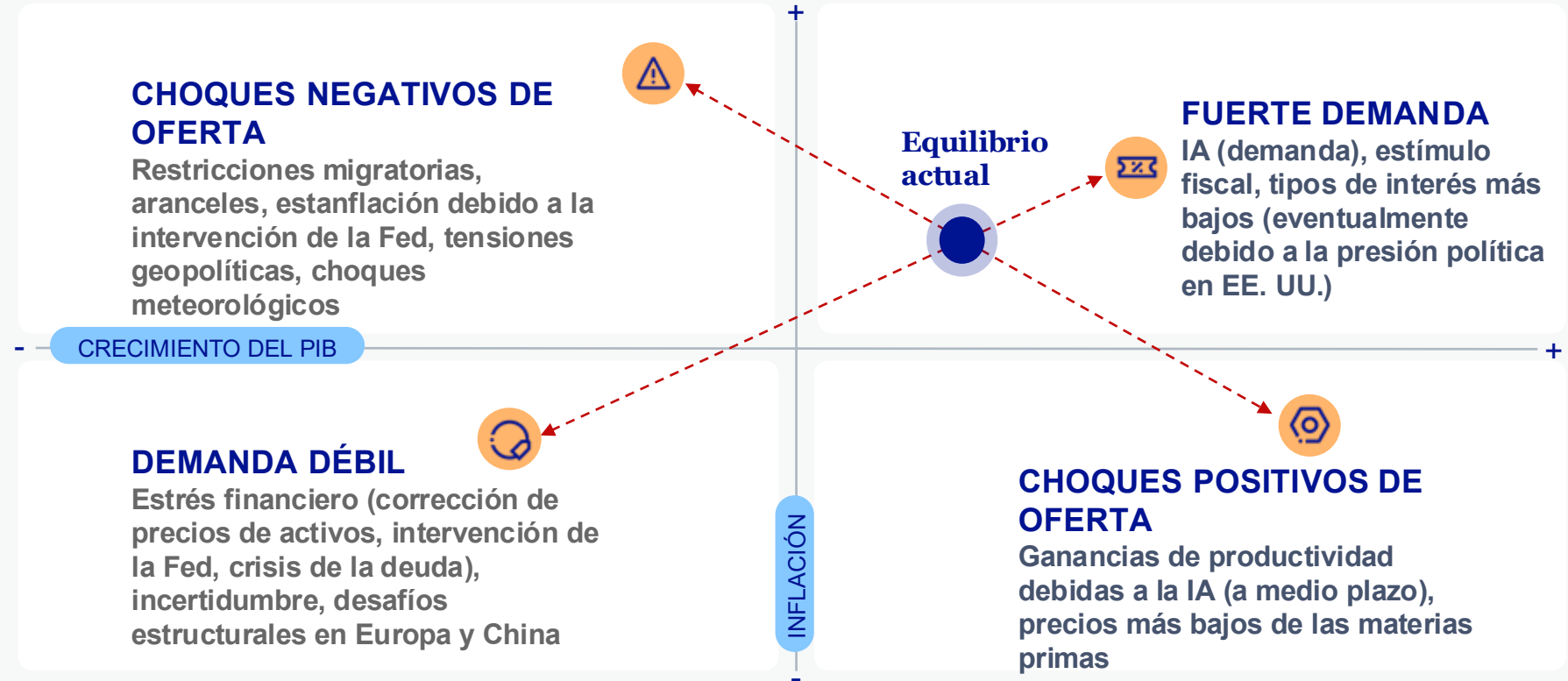
(\*) En el caso de la Eurozona, los tipos de interés de la facilidad de depósito.

Fuente: BBVA Research.

**Los tipos estadounidenses están ahora más cerca de los niveles neutrales y la convergencia hacia el tipo terminal (superior a lo esperado) podría ser más gradual. En la Eurozona, hay margen para que los tipos se acerquen más al tipo neutral estimado a medio plazo**

# Risks: rising odds of medium-term AI productivity gains, amid growing concerns over US policy and supply shocks

GLOBAL ECONOMY: MAIN RISKS AROUND BBVA RESEARCH BASELINE SCENARIO



# España

# Las perspectivas son positivas, aunque persisten desafíos estructurales relevantes



3,5%



2024

2,8%



2025 (p)

2,4%



2026 (p)

▲ +0,1 pp

2,0%



2027 (p)



Previsión  
revisada al alza



Previsión sin  
cambios



Previsión revisada  
a la baja

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE.

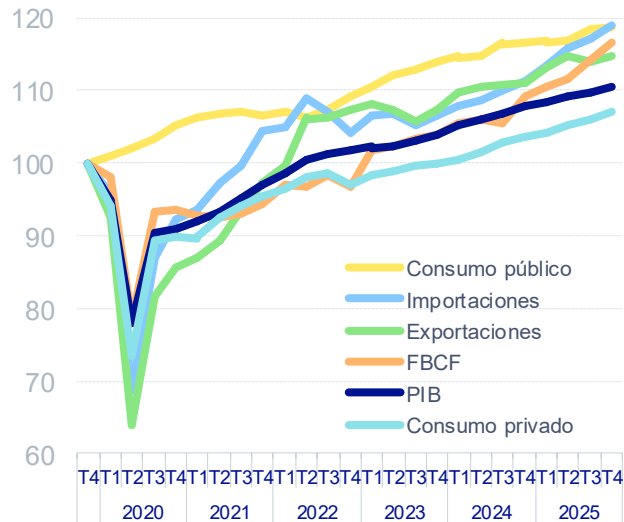


# Cambios recientes en la demanda agregada

La demanda interna crece por encima del PIB, la demanda externa contribuye negativamente y la productividad decepciona

## PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

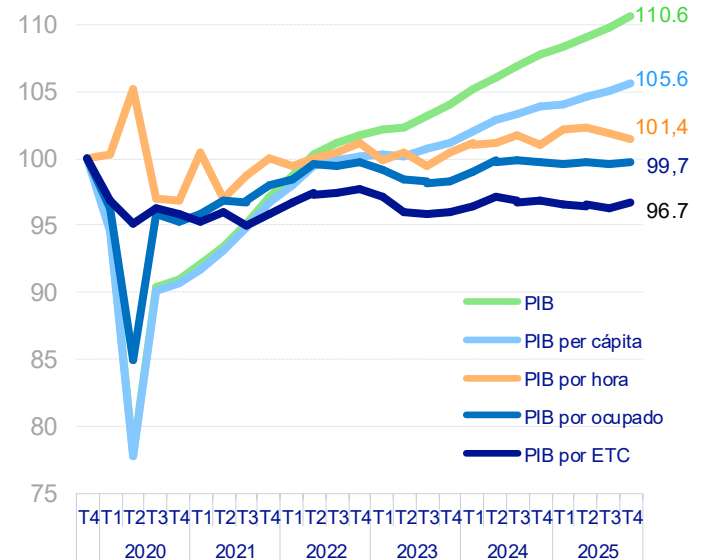
(4T2019=100)



Fuente: BBVA Research basada en INE.

## PIB, PIB PER CÁPITA Y PRODUCTIVIDAD

(4T2019=100)



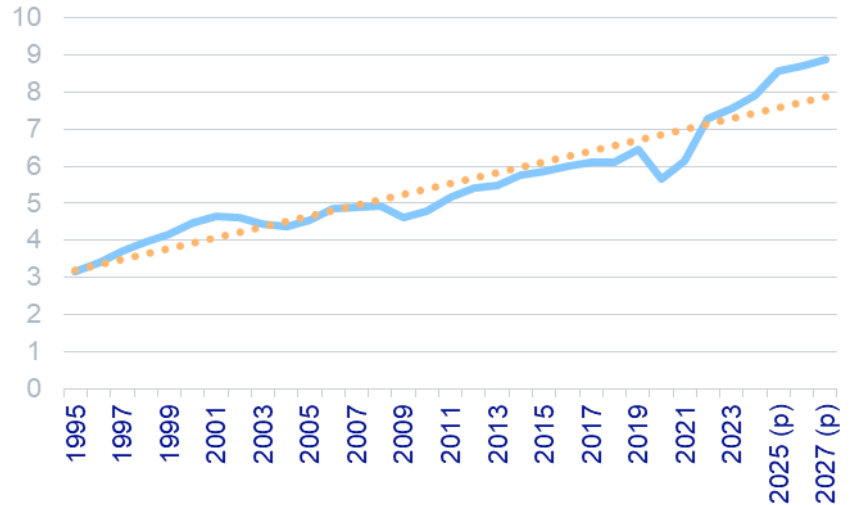
Fuente: BBVA Research basada en INE.

# En 2026 y 2027 la expansión continuará

Las exportaciones de servicios tienen espacio para mantener un crecimiento elevado

- **Las restricciones de oferta** que pueden afectar a otros sectores (turismo) **serían menos rígidas**, al depender más de la adopción de nuevas tecnologías y de la digitalización y automatización de los procesos.
- **Los cambios en las formas de trabajo se han consolidado y se puede seguir ganando cuota de mercado.**

**EXPORTACIONES DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS**  
(PORCENTAJE DEL PIB)

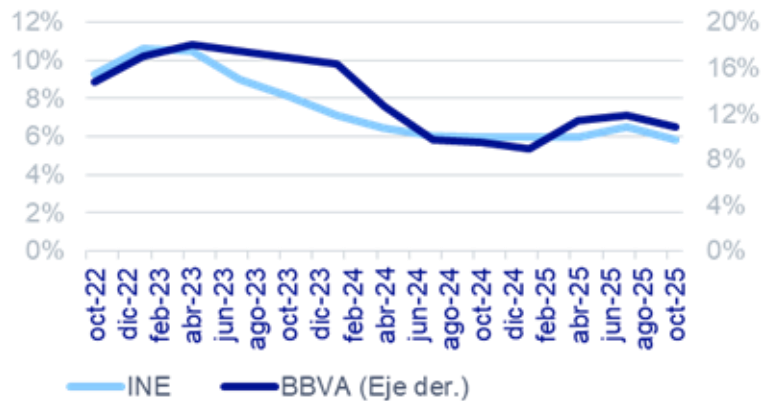


Fuente: BBVA Research a partir de INE

# En 2026 y 2027 la expansión continuará

La fuerza de trabajo seguirá aumentando, en parte, gracias a la inmigración

## POBLACIÓN EXTRANJERA DE 20 AÑOS O MÁS (VARIACIÓN INTERANUAL EN %)



## CREACIÓN DE EMPLEO ENTRE 1-3T22 Y 1-3T25 QUE SE EXPLICA POR LA POBLACIÓN EXTRANJERA Y CON DOBLE NACIONALIDAD (%)



El indicador de BBVA se construye a partir del número de clientes con nacionalidad extranjera o doble nacionalidad. La nacionalidad se determina con el país de origen y el tipo de documento (DNI o NIE). Fuente: BBVA Research con datos del INE y BBVA

**Se espera que la población activa aumente en torno a 400.000 personas, tanto en 2026 como en 2027, en línea con lo observado en 2025. Esto permitirá que se creen alrededor de 480.000 puestos de trabajo en promedio anual durante los próximos dos años**

# En 2026 y 2027 la expansión continuará

El coste del combustible y de la electricidad permanecerá relativamente bajo, contribuyendo a la competitividad de las empresas y a la recuperación del poder adquisitivo de los hogares

**PRECIO DEL PETRÓLEO Y PREVISIÓN**  
(DÓLARES POR BARRIL, PROMEDIO TRIMESTRAL)



Fuente: BBVA Research

**BRECHA DE PRECIOS DE LA ELECTRICIDAD MAYORISTA Y PESO DE LAS RENOVABLES**  
(% RESPECTO A LA MEDIANA EUROPEA, IZDA.; %, DCHA.)



\*Acumulado doce meses hasta nov.-25.  
Fuente: BBVA Research a partir de Ember

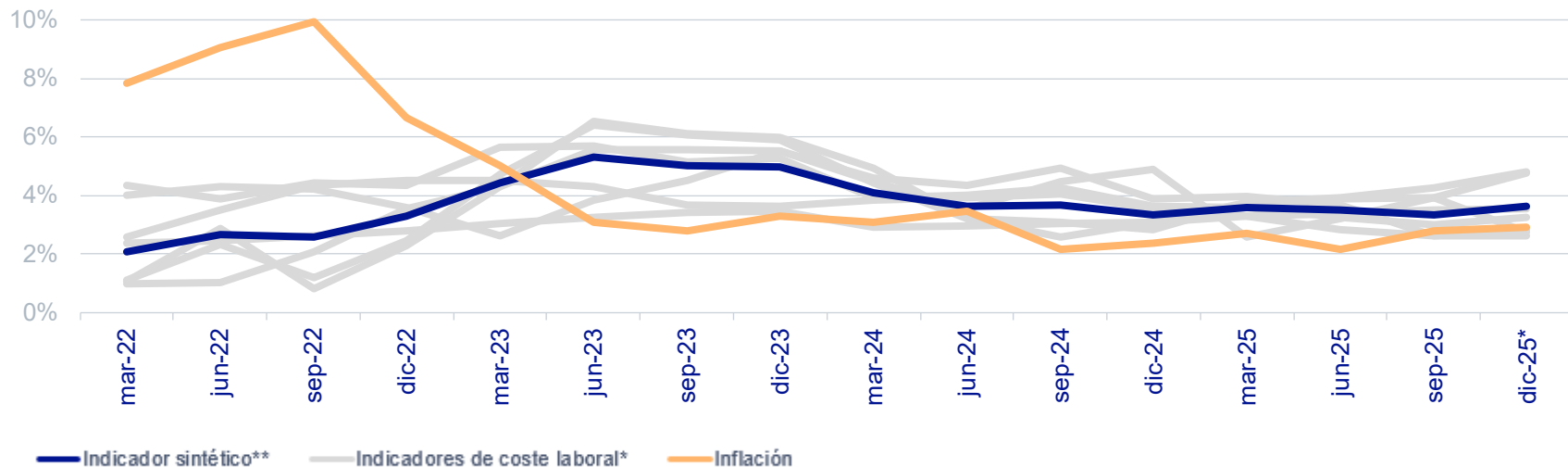
**Se espera que el precio del petróleo se mantenga alrededor de los 65 dólares por barril, significativamente por debajo a lo observado durante 2023 y 2024. El precio de la electricidad en el mercado mayorista continúa más de un 20 % por debajo de lo que se paga en el resto de Europa**

# En 2026 y 2027 la expansión continuará

La progresiva mejora de la renta disponible de los hogares apoyará la recuperación del consumo privado

## INDICADORES DE COSTE LABORAL E INFLACIÓN

(VARIACIÓN INTERANUAL EN PORCENTAJE. DATOS CVEC)



\* Coste laboral unitario (CLU) por asalariado, CLU por hora trabajada, coste total por trabajador, coste total por hora trabajada, salario pactado en convenio colectivo, retribución bruta por trabajador en las grandes empresas e Indeed Wage Tracker.

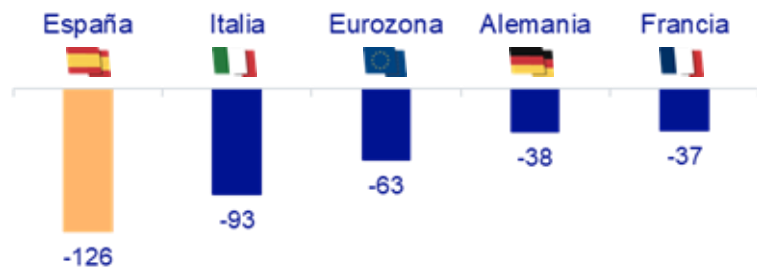
\*\* Primer componente principal de las series de costes laborales unitarios, costes totales, salario pactado en convenio colectivo y retribución bruta por trabajador.

Fuente: BBVA Research a partir de AEAT, INE, Ministerio de Trabajo y Economía Social e Indeed Hiring Lab

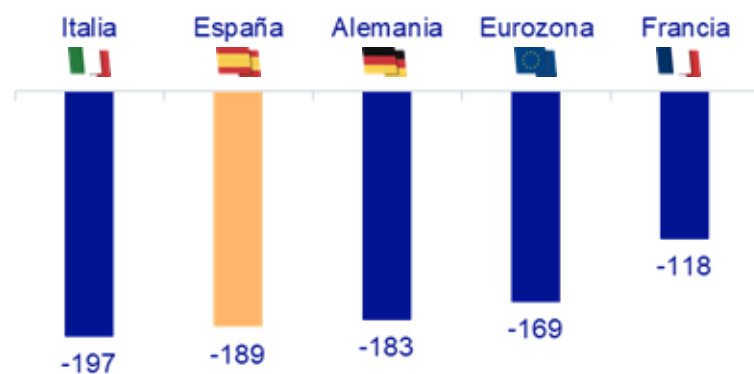
# En 2026 y 2027 la expansión continuará

La política monetaria será expansiva, lo que junto a los balances saneados de las empresas, hogares y bancos impulsará la financiación

## TIPO DE INTERÉS: NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO HIPOTECARIO A HOGARES (CAMBIO DE SEP-23 A SEP-25. PUNTOS BÁSICOS)



## TIPO DE INTERÉS: NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A EMPRESAS (CAMBIO DE SEP-23 A SEP-25. PUNTOS BÁSICOS)



Fuente: BBVA Research a partir de BCE

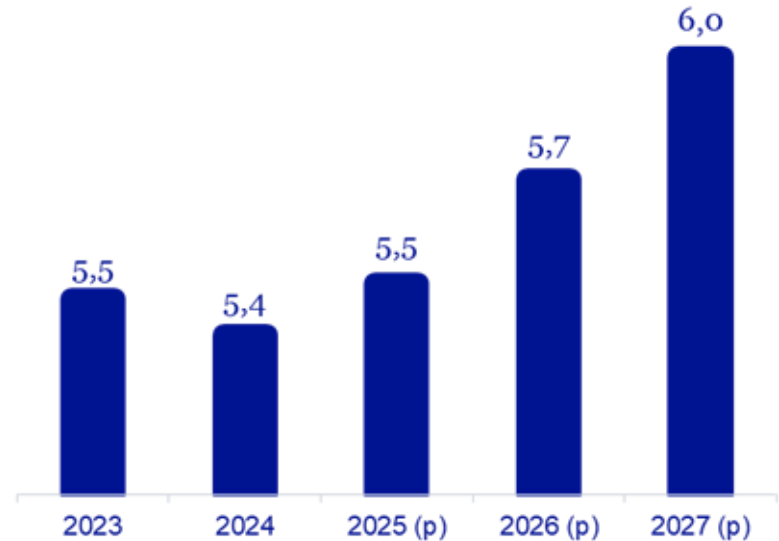
**La fuerte caída del coste de financiación para hogares y empresas, junto con la expectativa de que ya no se reducirán más y el crecimiento que se espera del PIB en España, deberían estimular la financiación y apoyar una recuperación cíclica del consumo de bienes duraderos y de la inversión, sobre todo en sectores intensivos en el uso de capital**

# En 2026 y 2027 la expansión continuará

La inversión en vivienda se acelerará durante los próximos años apoyada por los vientos de cola que impulsarán la demanda

- **Las ventas de viviendas permanecerán prácticamente estables** en 2025 y 2026 en torno a las 725.000 unidades al año.
- **Un comportamiento que no responde a un debilitamiento de la demanda** —que sigue apoyada en unos fundamentales sólidos, como la buena evolución del empleo, la creación de hogares, la inmigración, el aumento de la remuneración por asalariado o la estabilidad de los tipos—, **sino a la falta de producto disponible y al consecuente encarecimiento de la vivienda.**
- **El avance que se observará en los márgenes de las empresas incentivará la iniciación de nueva vivienda** y se espera que los visados se incrementen entre un 10 y un 12 % en 2025 y en 2026, alcanzando entre 140.000 y 155.000 unidades al año.

## INVERSIÓN EN VIVIENDA (PORCENTAJE DEL PIB REAL)



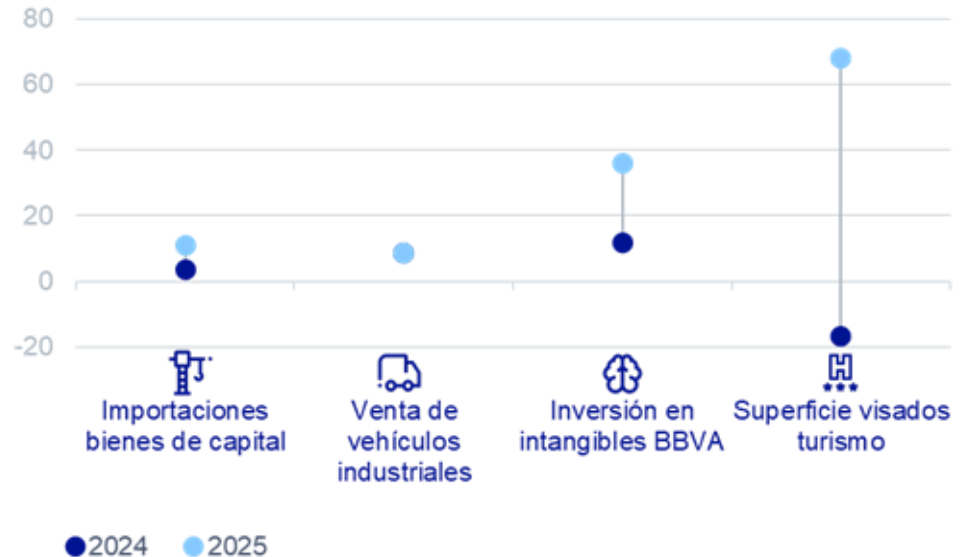
(p): previsión.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

# En 2026 y 2027 la expansión continuará

La caída del coste de financiación y las buenas expectativas de crecimiento de la demanda apoyarán el avance de la inversión

- La adquisición de capital parece estar acelerándose, como lo confirman indicadores relacionados con la compra de material de transporte, la importación de bienes de capital o la inversión en intangibles.

## INDICADORES DE INVERSIÓN (CRECIMIENTO INTERANUAL)



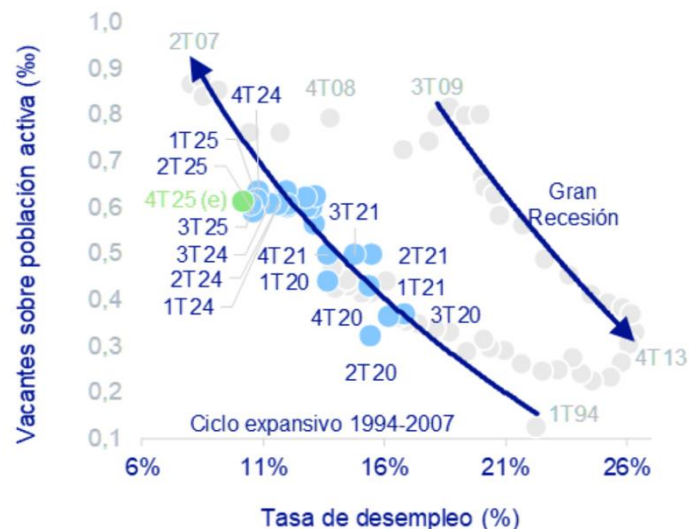
Nota: inversión en intangibles en nominales  
Fuente: BBVA Research a partir de Datastream y MITMA

# Además de la incertidumbre externa, existen algunos cuellos de botella que limitan el crecimiento

- El **mercado inmobiliario** seguirá limitando el avance de la demanda interna y podría afectar a la inmigración.
- La falta de **inversión privada** durante buena parte de la recuperación puede ser consecuencia de una menor rentabilidad en comparación con otros países europeos
- Debilidad de la **inversión pública**
- **Escasez de mano de obra** a pesar de la inmigración y **aumento de la incapacidad temporal**
- La **red eléctrica** está al límite de capacidad en algunos territorios
- **Productividad**: El crecimiento del PIB por empleado es insuficiente para asegurar la convergencia con economías más prósperas
- **Ajuste fiscal**: España se enfrenta a un camino exigente para reducir el déficit público, ante demandas crecientes.
- Además de la incertidumbre externa, también existe **incertidumbre interna**

## BEVERIDGE CURVE

(1T1994 – 2T2025)



Source: BBVA Research based on INE (ETCL and EPA)

# Aviso legal

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web [www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com).

**BBVA**  
Research