

Contexto

El ejercicio 2025 se ha desarrollado en un entorno global caracterizado por una combinación de resiliencia cíclica y persistencia de focos de incertidumbre, tanto en el ámbito geopolítico como en el comercial.

Evolución macro global 2025

La divergencia regional ha continuado siendo un rasgo relevante del entorno macroeconómico, con un mejor comportamiento relativo de Estados Unidos frente a una recuperación más frágil en la zona euro. El dinamismo de la economía estadounidense ha sorprendido al alza. Los últimos datos oficiales publicados correspondientes al cuarto trimestre de 2025 muestran que la economía de EE. UU. se expandió a una tasa anualizada del 2,1%.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación general se mantuvo en el 2,7% interanual, mientras que la subyacente se situó en el 2,6%, igualando mínimos de cuatro años.

Por lo que respecta a la evolución del empleo, si bien se ha observado cierta desaceleración de la generación de empleo nuevo, la tasa de desempleo se mantiene en niveles históricamente bajos (tasa de desempleo en diciembre fue del 4,4%).

La política monetaria se mantuvo en niveles restrictivos en 2025, a pesar de las presiones ejercidas por la Administración americana al presidente de la Reserva Federal. En el año, la FED sólo hizo tres recortes de 0,25 puntos básicos, situando los tipos de interés en la franja del 3,5% – 3,75.

En la zona euro, el PIB sorprendió al alza en el cuarto trimestre de 2025, con un crecimiento del 0,3% trimestral, una décima por encima de lo esperado y en línea con el ritmo del trimestre anterior. Con ello, la economía del área habría cerrado 2025 con un crecimiento en torno al 1,2% interanual.

La tasa de inflación interanual de la eurozona se moderó al 1,9% el pasado mes de diciembre mientras que la inflación subyacente de la zona euro se redujo una décima, al 2,3%, en diciembre. En el caso de España, la inflación armonizada en diciembre fue del 3%.

Por lo que respecta al empleo, este cerró 2025 con un comportamiento positivo, destacando una reducción de la tasa de desempleo al 6,2% en diciembre, consolidando niveles de empleo históricamente altos.

En 2025, el Banco Central Europeo (BCE) realizó tres bajadas de tipos hasta situarlos en el 2% en el caso de los tipos aplicados a la facilidad de depósito; en el 2,15% en las operaciones principales de financiación y en el 2,15% en la facilidad marginal de crédito.

Perspectivas 2026

Si bien los buenos datos macro observados en 2025, especialmente en la recta final del ejercicio, permitían a los principales organismos internacionales y bancos centrales mejorar sus estimaciones de crecimiento para este 2026 a nivel global, la guerra iniciada el 28 de febrero por parte de Estados Unidos e Israel contra Irán han trastocado todas esas previsiones.

Los efectos de este conflicto armado sobre la economía son, al cierre de este informe, difíciles de cuantificar. La posibilidad de que las economías entren en estanflación (fuerte alza de la inflación en un entorno económico recesivo) vuelve a planear sobre la mesa de los principales organismos económicos.

Europa y Asia se encuentran entre los más perjudicados por la guerra en Irán por su mayor dependencia no sólo de crudo, sino también de refino, destilados y gas natural licuado (GNL) proveniente de los países del Golfo y que transitan por Ormuz.

Las proyecciones económicas del BCE publicadas tras su reunión del 19 de marzo prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,9% en 2026, el 1,3% en 2027. Respecto a las previsiones realizadas en diciembre de 2025, supone un descenso de 0,3 puntos porcentuales para 2026 y en 0,1 puntos porcentuales para 2027. El impacto sería, sin embargo, aún más pronunciado si la perturbación energética es más severa y prolongada de lo previsto inicialmente.

Según el BCE, el incremento de los precios de la energía por la guerra en Oriente Próximo podría situar a la inflación de la Zona euro por encima del 3%.

En el caso de Estados Unidos, los responsables de política monetaria de la FED han elevado sus previsiones de inflación para 2026 del 2,4% al 2,7%, y, aunque, inicialmente, han revisado el crecimiento económico al alza desde el 2,3% pronosticado en diciembre hasta el 2,4%, un precio del petróleo por encima de los 85 dólares por barril, empezaría a restar puntos a ese crecimiento.

Proyecciones de crecimiento. Perspectivas de la economía mundial

(PIB real, variación porcentual anual)

	Proyecciones		
	2024	2025	2026
Producto mundial	3,2	3,2	3,1
Economías avanzadas	1,8	1,6	1,6
Estados Unidos	2,8	2,0	2,1
Zona del euro	0,9	1,2	1,1
Alemania	-0,5	0,2	0,9
Francia	1,1	0,7	0,9
Italia	0,7	0,5	0,8
España	3,5	2,9	2,0
Japón	0,1	1,1	0,6
Reino Unido	1,1	1,3	1,3
Canadá	1,6	1,2	1,5
Otras economías avanzadas	2,3	1,8	2,0
Economías emergentes y en desarrollo	4,3	4,2	4,0
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	5,3	5,2	4,7
China	5,0	4,8	4,2
India	6,5	6,6	6,2
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	3,5	4,8	2,2
Rusia	4,3	0,6	1,0
América Latina y el Caribe	2,4	2,4	2,3
Brasil	3,4	2,4	1,9
México	1,4	1,0	1,5
Oriente Medio y Asia Central	2,6	3,5	3,8
Arabia Saudita	2,0	4,0	4,0
África subsahariana	4,1	4,1	4,4
Nigeria	4,1	3,9	4,2
Sudáfrica	1,5	1,1	1,2
Partidas Informativas			
Economías emergentes y de ingreso mediano	4,3	4,1	3,9
Países en desarrollo de ingreso bajo	4,2	4,4	5,0

Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial, octubre de 2025.

Nota: En el caso de India, los datos y pronóstico se presentan en base al ejercicio fiscal; el ejercicio fiscal 2024/25 (que comienza en abril de 2024) se muestra en la columna de 2024. Las proyecciones de crecimiento para India son 7,0% en 2025 y 6,1% en 2026 en base al año calendario.

Evolución macro España

La economía española ha mantenido a lo largo de 2025 un ritmo sólido de crecimiento, consolidándose como una de las economías más dinámicas de la zona euro. El avance del PIB se ha situado claramente por encima de su potencial, con tasas trimestrales superiores al 0,6% durante el año, lo que se ha traducido en un crecimiento anual del 2,8%.

Los pilares del crecimiento han descansado de manera casi exclusiva en la demanda interna. El consumo privado ha sido el principal motor de la actividad, apoyado en la fortaleza del mercado laboral, el avance de los salarios reales tras la moderación de la inflación y el crecimiento de la población activa asociado a los flujos migratorios.

La inversión ha mostrado un comportamiento más favorable que en ejercicios anteriores. La inversión en bienes de equipo ha recuperado tracción, apoyada por una mayor estabilidad financiera y por el gasto en determinados sectores, mientras que la construcción, especialmente la residencial, ha continuado avanzando, impulsada por una demanda de vivienda elevada y creciente.

Por el contrario, el sector exterior ha vuelto a presentar una contribución negativa al crecimiento a lo largo de 2025. Las exportaciones de bienes se han visto afectadas por la debilidad del comercio internacional, mientras que el turismo, tras varios ejercicios de comportamiento excepcional, ha comenzado a mostrar señales de

normalización. Las exportaciones de servicios no turísticos han mantenido un tono positivo, aunque insuficiente para compensar el menor dinamismo del comercio de bienes.

El mercado laboral ha continuado mostrando un comportamiento favorable durante 2025. La afiliación a la Seguridad Social ha cerrado el año por encima de los 21,8 millones de afiliados, con una tasa de crecimiento interanual en torno al 2,4%. No obstante, la reducción del desempleo ha sido más moderada, reflejando una progresiva normalización del mercado laboral en una fase más madura del ciclo.

Las perspectivas para 2026 apuntan a una moderación del crecimiento económico, pero con tasas todavía superiores al 2%.

	2024	(P)* 2025	(P)* 2026	(P)* 2027	
PIB	3,5%	2,9%	2,2%	1,9%	Las previsiones se revisan al alza por los últimos datos de PIB, la fortaleza del consumo, el dinamismo de las exportaciones de servicios no turísticos y los menores precios de la energía
		+0,3pp	+0,4pp	+0,2pp	
Inflación	2,9%	2,7%	2,1%	1,9%	La previsión de inflación para 2026 también sube ligeramente debido a su trayectoria reciente
		+0,2pp	+0,4pp	-0,25pp	
Tasa de paro	11,3%	10,6%	10%	9,6%	El ritmo de creación de empleo se ralentizará pero la tasa de paro seguirá reduciéndose
		+0,1pp	-0,2pp	-0,1pp	
Déficit	3,2%	2,5%	2,1%	2,5%	Se revisa a la baja el 2026 por la buena situación económica y al alza el 2027 por el posible impacto del acuerdo salarial en el sector público
		-	-0,2pp	+0,2pp	

*(P)- previsiones, en 2025, 2026 y 2027.

Evolución mercados financieros

El ejercicio 2025 ha estado marcado por una elevada volatilidad a comienzos de año en los tipos de interés (con un máximo del índice MOVE en torno a 140 puntos en abril de 2025), que fue reduciéndose progresivamente a medida que el panorama de la guerra comercial se fue aclarando, hasta cerrar el año en mínimos recientes (en torno a 60 puntos en diciembre de 2025). En el caso de Alemania, la TIR del Bund a 10 años alcanzó mínimos en torno al 2,55% en octubre y se situó al finalizar el año cerca del 2,80%, niveles próximos a los máximos del último año. El movimiento alcista ha estado liderado por los tramos largos (10 y 30 años).

Los diferenciales de los países periféricos (España, Italia y Portugal) se han mantenido en niveles reducidos.

En Estados Unidos, tras descender hasta niveles próximos al 4,0%, la TIR del Treasury a 10 años repuntó de forma moderada, con el movimiento concentrado en el aumento de la prima por plazo, que cerró el año en torno al 0,80%, unos 30pb por encima de los registros de diciembre del año anterior. Al mismo tiempo, la parte corta de la curva ha permanecido anclada por las expectativas de dos recortes de tipos en 2026.

En renta fija corporativa, los spreads investment grade cerraron el año en torno a 50 pb tanto en EE. UU. (CDX IG en 50,2 pb) como en Europa (iTraxx Europe en 50,5 pb). En high yield, destaca la fuerte compresión del crédito europeo, con el iTraxx Crossover reduciendo su spread en cerca de 70 pb, mientras que el high yield estadounidense permanece prácticamente estable, en torno a 315 pb.

En el mercado de divisas, el 2025 ha sido un año de marcada depreciación del USD frente a un amplio universo de divisas. El factor clave en la dinámica del USD ha sido la creciente erosión de su "excepcionalismo" derivado de la agenda exterior de Trump.

El EUR cierra el 2025 en máximos desde el 2021, impulsado también por el cambio de paradigma en la política de gasto público alemán.

La renta variable global ha registrado un año muy positivo en todas las regiones geográficas. Los mercados emergentes han obtenido una rentabilidad superior a la de los mercados desarrollados, tras varios años de liderazgo de estos últimos.

Las políticas de la administración Trump (sobre todo a nivel comercial) han sido el factor director del mercado, provocando importantes drawdowns en el 2T. Sin embargo, las pérdidas se han revertido rápidamente y en un contexto general benigno. Además, dos temáticas se han impuesto como motores del mercado: (1) en EE. UU., la inteligencia artificial, y (2) en Europa, la expectativa de una aceleración del crecimiento a raíz de los planes de estímulo gubernamentales.

Los efectos de la guerra en Irán sobre la inflación, el crecimiento económico y la confianza de los consumidores y los inversores, condicionarán la evolución de los mercados de renta variable y renta fija durante el año 2026.

Proyecciones de crecimiento. Perspectivas de la economía mundial

(PIB real, variación porcentual anual)

	Índice	Última Cotización	1 mes	3 meses	2025 (euro)	2025 Divisa Base
Europa	EURO STOXX 50 PR EUR	5.791,41	2,17	4,73	18,29	18,29
	BME IBEX 35 PR EUR	17.307,80	5,72	11,84	49,27	49,27
	FSE DAX TR EUR	24.490,41	2,74	2,50	23,01	23,01
	Euronext Paris CAC 40 PR EUR	8.149,50	0,33	3,21	10,42	10,42
	FTSE 100 PR GBP	9.931,38	2,17	6,21	15,06	21,51
EE.UU.	DJ Industrial Average PR USD	48.063,29	0,73	3,59	-0,39	12,97
	S&P 500 PR	6.845,50	-0,05	2,35	2,62	16,39
	NASDAQ Composite PR USD	23.241,99	-0,53	2,57	6,12	20,36
Latam	BM&FBOVESPA Ibovespa IBOV TR BRL	161.125,37	1,29	10,18	33,15	33,95
	MSCI Mexico PR MXN	59.671,75	0,74	1,90	31,93	29,39
Asia	Nikkei 225 Average PR JPY	50.339,48	0,17	12,03	11,55	26,18
	Hang Seng HSI PR HKD	25.630,54	-0,88	-4,56	12,43	27,77
Emergentes	MSCI China PR LCL	83,50	-1,65	-7,91	27,37	27,37
	MSCI India PR EUR	1.316,94	-1,67	4,67	-9,19	-9,19
MSCI World	MSCI BIC PR USD	335,13	-1,34	-2,96	5,35	19,49
	MSCI ACWI PR USD	1.014,74	0,94	3,03	6,33	20,60
Materias Primas	Oil Price Brent Crude PR	60,85	-3,72	-9,21	-27,34	-17,59
	LBMA Gold Price PM USD	4.367,80	4,48	22,22	47,42	67,41