



JCD

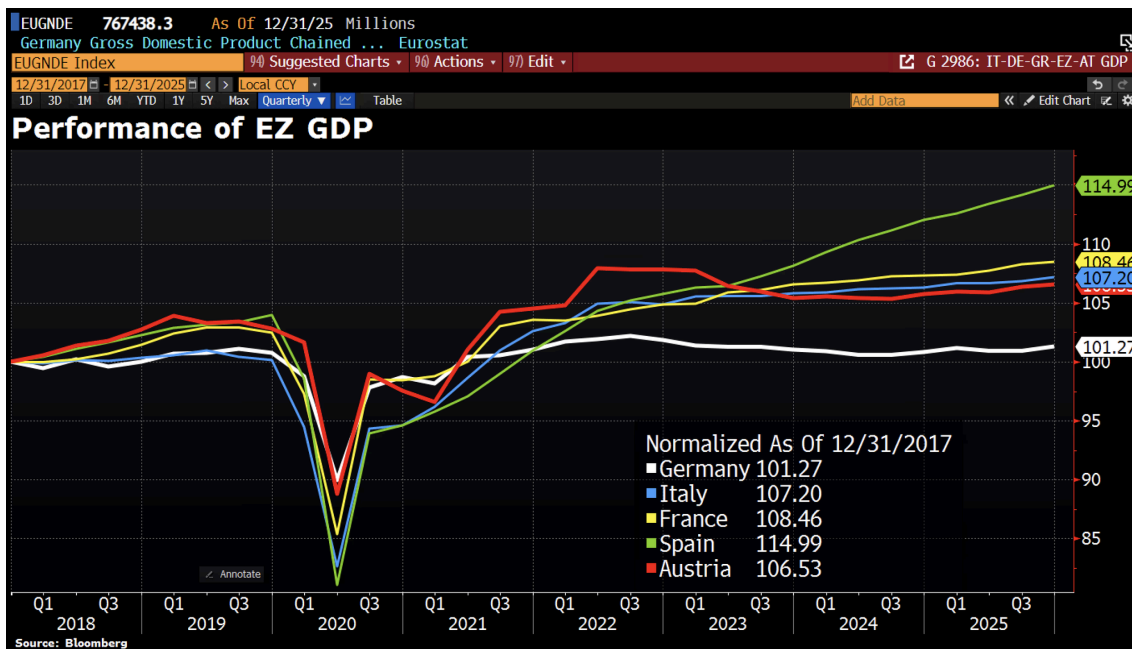
FEBRERO 2026

España se desacopla de la Eurozona

En el gráfico posterior se observa cómo la economía española es la más dinámica de la Eurozona. Cuando el debate en Europa es mejorar la competitividad para volver a crecer, España ya crece.

No obstante, España también necesita mejorar su competitividad, principalmente para mejorar sus salarios y converger en renta por habitante con nuestros socios europeos, algo que no sucede desde 2007.

La Agencia Tributaria acaba de publicar sus datos de ventas del 4tr25, los datos más fiables para analizar la evolución económica. En 2025 tanto el consumo privado como la inversión crecieron un 5% que con una inflación próxima al 3% nos vamos a crecer nominalmente próximos al 8% que es lo mismo que crece la recaudación de impuestos.



Las exportaciones crecieron un 1,5% en 2025, más débil que la demanda interna pero muy meritorio teniendo en cuenta que nuestros socios europeos donde destinamos dos tercios de nuestras exportaciones están parados y Trump ha frenado en seco el comercio mundial con sus aranceles.

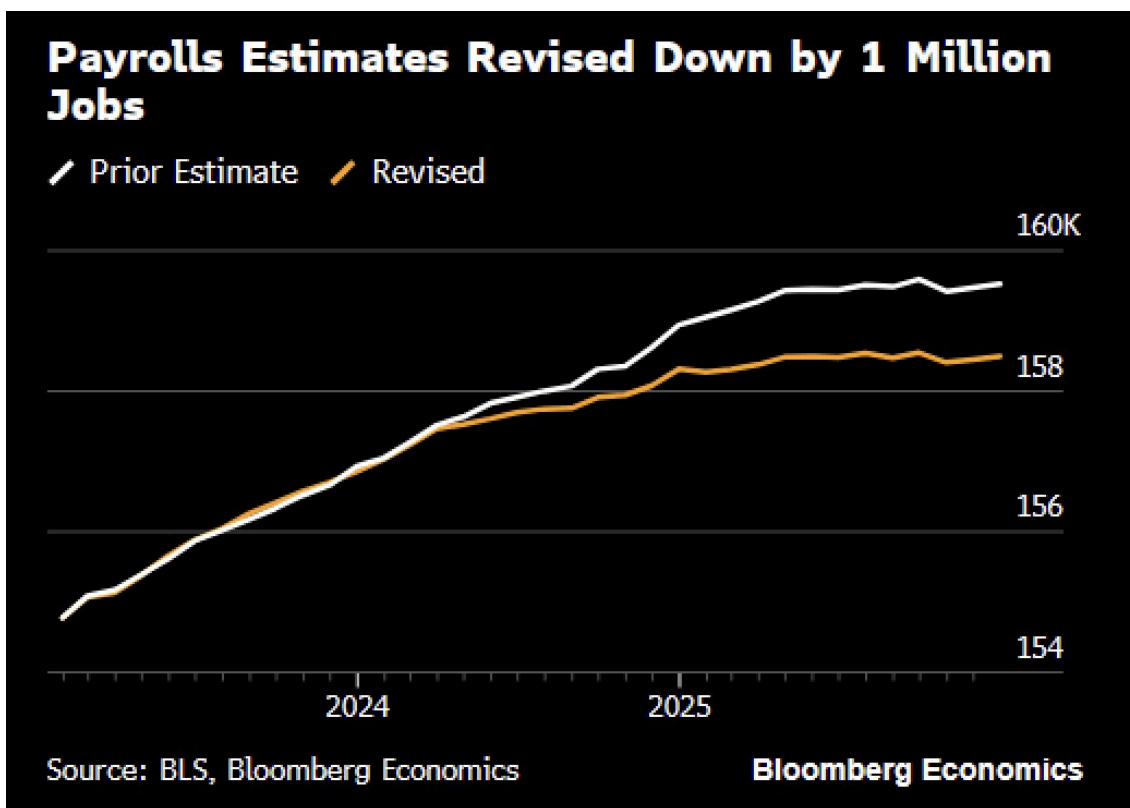
El crecimiento de nuestras exportaciones vino de fuera de Europa, lo cual indica que **las empresas españolas están diversificando sus ventas**, lo cual es sin duda una excelente noticia.

El 4tr25 en los datos de la Agencia Tributaria fue espectacularmente bueno. Son datos muy volátiles pero todo indica que la economía española entra en 2026 con mucha inercia y las perspectivas siguen siendo positivas.

Lo más destacable es el fuerte repunte de la inversión, especialmente en el último trimestre del año y, sobre todo, en equipo y software. Al mismo tiempo, el empleo se ha desacelerado y en el 4tr25 creció un 2% anualizado, frente al 3% del promedio del año.

Eso indica que la productividad por trabajador está creciendo, algo anómalo en la economía española en fases expansivas del ciclo. El crecimiento de la productividad permite soportar la subida de salarios, manteniendo la rentabilidad del capital necesaria para la inversión y la creación de empleo.

Aun así, debemos dejar de compararnos con Europa ya que los líderes mundiales en competitividad hoy son China y los tigres asiáticos. Por eso es tan importante que las empresas españolas estén incorporando tecnología e inteligencia artificial, como hacen las empresas chinas, si quieren mantener sus clientes, sus ventas, su nivel de empleo y sus salarios.



En EEUU con Trump hay realismo mágico.

El Presidente destituyó al responsable de la oficina de las estadísticas de empleo y el nuevo equipo acaba de revisar a la baja el nivel de empleo en dos millones de trabajadores desde 2024, poniendo en cuestión el relato de Trump en año electoral.

El empleo en enero de este año está en el mismo nivel que en abril de 2025, aunque en los tres últimos meses ha vuelto a crecer y eso aleja el temor a una recesión que se produjo el pasado año tras la aprobación de los aranceles.

Las empresas tecnológicas han anunciado despidos asociados a la introducción de inteligencia artificial en sus procesos, principalmente en el desarrollo de software. Y en 2026 son las empresas

del resto de sectores los que lo están anunciando: auditoras, bufetes de abogados, sistema financiero, etc.

Esto ayuda a explicar que el impacto de los aranceles de Trump sobre la inflación haya sido menor del previsto ya que la tecnología y, especialmente **la inteligencia artificial, tiene efectos deflacionistas** ya que ahorra muchos costes y permite a las empresas vender sus productos más baratos.

China está digiriendo el pinchazo de su burbuja inmobiliaria y exporta deflación al mundo, y para compensar los aranceles de Trump y de la Unión Europea y sus empresas son las que más inteligencia artificial están incorporando.

Las nuevas versiones de IA cada vez son más potentes y el fenómeno irá a más. En EEUU la tasa de paro sigue próxima al 4% y Trump ha frenado en seco la entrada de inmigración. Todo esto permite que los salarios y la inflación sigan creciendo próximos al 3%.

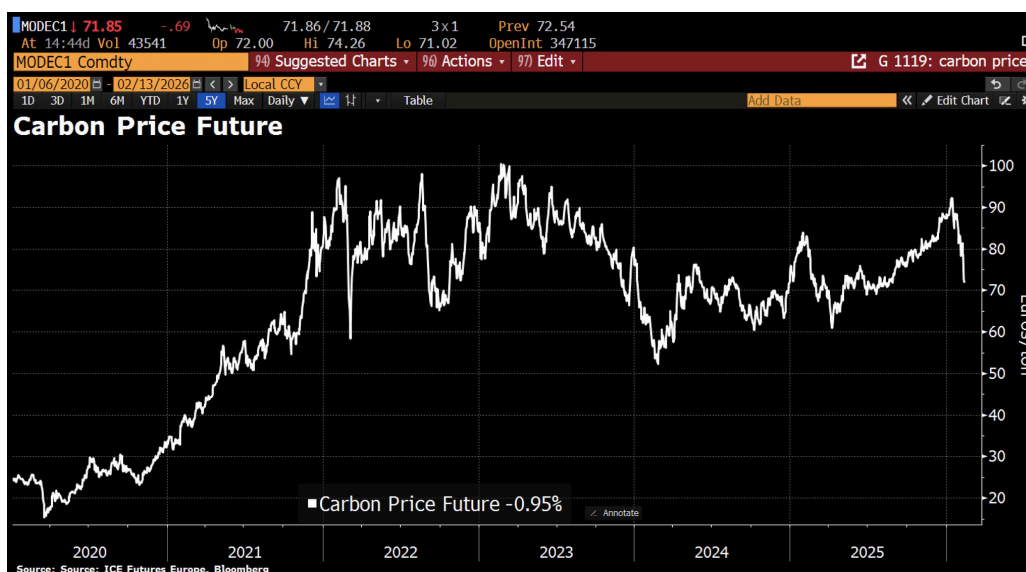
En noviembre hay elecciones para renovar una parte del senado y el Congreso y las encuestas anticipan que los republicanos pueden perder el control de ambas cámaras. Hay elecciones en condados de varios estados y los resultados están siendo muy adversos para los republicanos.

En un condado de Texas donde Trump ganó hace apenas dos años con el 60% de los votos y 20 puntos más que los demócratas acaban de ganar los demócratas con 80 puntos de diferencia sobre los republicanos.

Trump llegó a la Casa Blanca en enero de 2025 con buenos niveles de aprobación y un año después tiene bajos niveles de aprobación y sobre todo ha subido mucho su desaprobación. Trump consiguió fuerte apoyo del voto latino, una población de 68 millones que la mayoría ya es estadounidense y tiene derecho a voto, y seguramente va a perder buena parte de esos votos en noviembre por su política migratoria.

El debate en Europa, por fin, es de mejorar la competitividad, el empleo y los salarios.

La reacción ha sido el auge de la extrema derecha que estaba aprovechando la crisis industrial para subir en voto obrero y perdedores de la Globalización y el cambio tecnológico. El cambio en Bruselas lo lidera el Canciller alemán, Friedrich Merz, que acaba de pedir medidas concretas antes de final de año en simplificación administrativa y reducción de costes de la energía principalmente.



Merz pide que se reduzca el coste de los derechos de emisión que tienen que pagar las empresas industriales europeas. En el gráfico se observa que ese coste se ha desplomado casi 20 euros por tonelada desde que Merz ha comenzado su campaña en Davos a finales de enero.

Aun así sigue siendo 8 veces superior al coste que pagan las empresas chinas y asiáticas y el doble que en California y Australia.

Ese mercado es muy especulativo y había una burbuja basada en que había escasez de derechos y los precios sólo podían subir. Parece que la burbuja ha pinchado y los inversores irán asumiendo que los precios caen y pueden seguir cayendo.

Si Merz consigue bajar ese precio a niveles próximos a 40 euros tonelada supondrá un importante ahorro de costes de energía para la industria pero también para los consumidores.

En España el precio de la electricidad lo suele fijar el gas que tiene que pagar derechos de emisiones para producir. El precio del gas ha caído significativamente en el último año, desde 50€/MWh a 30€ MWh. Si además baja el coste del derecho de emisión, la bajada de costes para la industria y para los consumidores será muy significativa.

A eso hay que añadir las fuertes lluvias que han permitido llenar los embalses y eso reducirá aún más los costes gracias a la energía hidroeléctrica.



El mayor riesgo está de nuevo en la parte financiera. La deuda mundial es mayor que en 2007 y ahora principalmente pública y especialmente en EEUU que además tiene un déficit público próximo al 6% e insostenible.

Sin embargo, las primas de riesgo están en mínimos históricos.

La prima de la deuda pública española está ya por debajo de 40 pb pero la de la italiana, con la mayor deuda pública del G7 junto a Japón, está en 60 pb. Como puedes observar en el gráfico anterior no ha parado de bajar desde 2022. Las acciones de las grandes empresas tecnológicas han empezado a caer, sobre todo Microsoft, y si esa tensión se contagia a las primas de la deuda sería más preocupante.