

IM05

INFORME MENSUAL
NÚMERO 500 | MAYO 2025



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

El oro: el activo que más brilla

Anatomía de una depreciación: el dólar en tiempos de incertidumbre en política económica

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Radiografía de la atonía inversora en la UE

India: la rueda del dharma en el camino del desarrollo

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La solidez financiera de las empresas españolas se refuerza

¿Por qué ha crecido tanto el consumo público en los últimos años?

Evaluación de la AIReF a la reforma de las pensiones: primer match ball salvado, pero grandes retos en el horizonte

INFORME MENSUAL

Mayo 2025

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista jefe

José Ramón Díez

Director de Economías y
Mercados Internacionales

Oriol Aspachs

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

David Martínez Turégano y

Nuria Bustamante

Coordinadores del *Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt /
<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financieros>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

9 de mayo de 2025

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *El oro: el activo que más brilla*
Beatriz Villafranca

11 *Anatomía de una depreciación: el dólar en tiempos de incertidumbre en política económica*
David del Val

14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

16 *Radiografía de la atonía inversora en la UE*
David Martínez Turégano

18 *India: la rueda del dharma en el camino del desarrollo*
Antonio Marta Miranda y Luís Pinheiro

23 ECONOMÍA ESPAÑOLA

25 *La solidez financiera de las empresas españolas se refuerza*
Sergio Díaz Valverde

27 *¿Por qué ha crecido tanto el consumo público en los últimos años?*
Oriol Carreras Baquer

29 *Evaluación de la AIReF a la reforma de las pensiones: primer match ball salvado, pero grandes retos en el horizonte*
Javier García-Arenas

33 ECONOMÍA PORTUGUESA

500 Informes Mensuales

Con este *Informe Mensual* (IM) celebramos los 500 números desde el nacimiento de la publicación en enero de 1980. Han transcurrido 45 años y cinco meses en los que se han publicado 11 números por año (solo paramos en agosto) con un mismo objetivo desde el comienzo: acercar de una forma didáctica al lector la realidad económica de cada momento, tanto la parte más coyuntural como aquellos temas de fondo de tipo más estructural.

En cierta medida, el IM hizo suyas las palabras del profesor Enrique Fuentes Quintana en una conferencia de noviembre de 1979: «un ciudadano demócrata responsable es aquel que sabe elegir sobre la base de una información acertada y mi propósito, por lo tanto, va a ser simplemente tratar de informar a quienes me escuchan de cuáles son las coordenadas dentro de las que se mueve la crisis económica para que cada uno tome las decisiones que su libre sentido de la responsabilidad y la libertad le aconseje». Nos gusta pensar que el IM pone su granito de arena para que se tomen mejores decisiones.

Han sido 500 números durante un periodo en el que se han producido grandes eventos económicos y enormes cambios. El IM ha sido testigo de la entrada de España en la Comunidad Económica Europea, la creación del euro, la burbuja inmobiliaria y las consecuencias de su pinchazo, la Gran Recesión tras la quiebra de Lehman Brothers, la crisis de la deuda soberana europea, la COVID-19, el *shock* energético provocado por la invasión de Ucrania y, ahora, de la crisis arancelaria provocada por la Administración Trump. No nos han faltado, ni nos faltan, grandes temas. Durante este tiempo, la población española ha crecido un 30%; el empleo, un 76%; el PIB en términos reales, un 160% (2,2% de promedio anual) y el IPC se ha multiplicado por seis. Afortunadamente, la inflación ha dejado de ser un problema crónico de la economía española. Desafortunadamente, la productividad sigue siendo un desafío pendiente.

También ha cambiado mucho la forma en la que trabajamos para preparar el IM. Hace 45 años, los economistas del Servicio de Estudios de "la Caixa" recibían la información económica de los organismos oficiales por correo postal, o por fax en el mejor de los casos, información que llegaba con mucho desfase temporal, pero que se analizaba con el máximo rigor y con las herramientas disponibles entonces. Hoy en día, el INE publica en internet su primera estimación del PIB apenas cuatro semanas después del cierre de un trimestre. Y además de los datos oficiales, podemos utilizar los datos internos, anonimizados, para tratar de entender en tiempo casi real qué está sucediendo en nuestra economía. Internet, el *big data* y otros avances nos han permitido mejorar enormemente la productividad. Es un buen ejemplo para ilustrar que las mejoras tecnológicas no necesariamente conllevan la destrucción de empleo. Si estuviéramos haciendo lo mismo que nuestros colegas de 1980, podríamos ser muchos menos en el equipo, pero la mejora de la productividad ha permitido expandir los análisis y las tareas a las que nos dedicamos.

Cumplimos 500 y queremos cumplir 500 más. En estos próximos 500 números, nos gustaría poder explicar que, al final, el *shock* de Trump sobre el comercio internacional no fue tan grave como podía haber sido; que la UE se tomó en serio los informes de Draghi y Letta e hizo cambios que impulsaron un mercado verdaderamente único y su competitividad; que la productividad de la economía española acabó despegando después de una serie de reformas que fortalecieron el capital humano, promovieron el crecimiento del tamaño medio de las empresas y mejoraron la eficiencia y eficacia de las Administraciones públicas; que España fue capaz de construir suficientes viviendas para facilitar su acceso a todos los segmentos de la población; que supimos gestionar a tiempo el enorme desafío que supone el descenso de la natalidad y el incremento de la longevidad; que la lucha contra el cambio climático consiguió evitar los peores escenarios; y que la inteligencia artificial contribuyó a una mejora del bienestar general sin que tuviera los efectos que algunos temían sobre la desigualdad. Seguramente no se cumplirán todos estos deseos, pero lo que sí que podemos prometer es que intentaremos seguir tratando todos estos temas con el máximo rigor.

Por último, varios agradecimientos son pertinentes. A todos los equipos que en CaixaBank o "la Caixa" han contribuido a estos 500 IM. A todas las personas de nuestra entidad que, a lo largo de la historia, han confiado en el Servicio de Estudios e impulsado nuestras publicaciones externas. Y, por descontado, a nuestros lectores, por su fidelidad y por su exigencia, lo que nos ayuda a ser mejores. A todos, muchas gracias.

Y, ahora, a por 500 más.

Enric Fernández
Mayo de 2025

Cronología

ABRIL 2025 2 Liberation Day: Trump anuncia un arancel universal del 10% y aranceles «recíprocos» superiores a 57 países. 17 El BCE baja los tipos de interés en 25 p. b. y deja el tipo depo en el 2,25%. 28 España y Portugal afectados por un masivo apagón que provoca graves disrupciones en ambos países.	MARZO 2025 4 La Comisión Europea presenta su propuesta para reforzar las capacidades de defensa de la UE (plan ReArm Europe). 6 El BCE bajó los tipos de interés en 25 p. b. y dejó el tipo depo en el 2,50%.
FEBRERO 2025 1 Trump firma las primeras órdenes ejecutivas con medidas de proteccionismo comercial sobre China, Canadá y México. 10-11 Cumbre de Acción sobre Inteligencia Artificial en París, con la participación de Gobiernos, organizaciones y empresas de más de 100 países.	ENERO 2025 10 El programa Copernicus de la UE informa que 2024 fue el año más cálido registrado y el primero en superar la marca de 1,5 °C por encima de la media preindustrial. 30 El BCE recortó los tipos de interés en 25 p. b. y bajó el tipo depo hasta el 2,75%.
DICIEMBRE 2024 12 El BCE baja los tipos de interés en 25 p. b. y deja el depo en el 3,00%. 18 La Fed recortó los tipos de interés en 25 p. b. hasta el intervalo de 4,25%-4,50%.	NOVIEMBRE 2024 7 La Fed recortó los tipos de interés 25 p. b. hasta el intervalo de 4,50%-4,75%. El BoE recortó los tipos de interés 25 p. b. hasta el 4,75%.

Agenda

MAYO 2025 2 Eurozona: avance del IPC (abril). 6 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril). 6-7 Comité de Mercado Abierto de la Fed. 7 Portugal: empleo y desempleo (1T). 8 España: índice de producción industrial (marzo). 9 Portugal: comercio internacional (marzo). 14 Portugal: índice de costes laborales (1T). 16 Japón: PIB (1T). 19 España: comercio exterior (marzo). 26 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo). 27 Eurozona: índice de sentimiento económico (mayo). 30 España: avance del IPC (mayo). Portugal: desglose del PIB (1T). Portugal: créditos y depósitos (abril). Portugal: actividad turística (abril).
--

Paisaje después de la tormenta

Una vez transcurridos 100 días desde la llegada de Donald Trump a la presidencia de EE. UU. y cinco semanas tras el anuncio de las subidas arancelarias, la sensación es de calma tensa en la economía y los mercados financieros, a la espera de cómo vayan evolucionando las negociaciones entre los grandes bloques comerciales. Nada se ha roto de forma definitiva, pero ha sido significativo el deterioro de la confianza que se ha producido en los agentes económicos, inversores e, incluso, entre tradicionales aliados políticos. En economía, como en tantas otras facetas de la vida, hay daños reparables y otros que son más difíciles de restaurar, sobre todo cuando desaparece la certidumbre y la previsibilidad. Más allá de la esperanza que se pueda derivar de recuperaciones puntuales en los precios de los activos financieros, no se debe olvidar que, hoy en día, el arancel efectivo de EE. UU. sigue situado en el 23% (3% antes del «día L»). Por tanto, con la economía entrando en una nueva era, como ha señalado el FMI en su última reunión semestral, el riesgo de cambios en el paradigma económico de las últimas décadas sigue encima de la mesa, con afectación potencial a variables económicas y financieras, así como a cuestiones tan importantes como el papel del dólar como moneda de reserva global.

De momento, los datos de crecimiento del 1T, aunque sirven de poco para extrapolar tendencias futuras, han reflejado que la economía mundial seguía mostrando solidez y resiliencia antes de la tormenta, pese a la dificultad de filtrar las distorsiones causadas por la anticipación de decisiones de los agentes. En EE. UU., el aumento de las importaciones previo al 2 de abril (+9% intertrimestral) provocó una ligera caída en el PIB de enero a marzo (-0,1% trimestral), algo que podría revertirse en el 2T, mientras que las sorpresas positivas en el crecimiento de la eurozona (0,4%), China (1,2%) o Taiwán (2,4%) reflejan la otra cara de la moneda en los flujos comerciales. En conjunto, ordenado de enero a marzo, la economía mundial habría seguido en zona de aterrizaje al crecer alrededor de un 2,7% frente al 3,2% de 2024. Pero, a partir de ahora, entramos en territorio ignoto, a la espera de la intensidad del ajuste en los intercambios comerciales en los meses centrales del año, así como en los efectos de la incertidumbre en las decisiones de consumidores y empresas. Aunque también es cierto que la fuerte caída del precio del petróleo (-17%) y gas natural (-30%) desde enero ejercerá de contrapeso al ajuste a la baja del crecimiento para buen número de países.

Y que el intenso movimiento de depreciación del dólar amplía los grados de libertad de la política económica fuera de EE. UU. para responder a los nuevos *shocks*, especialmente en países emergentes.

Por tanto, lo que ya sabemos es que la desaceleración global va a ser más intensa de lo que pensábamos hace unos meses, que el riesgo de estanflación en EE. UU. no es despreciable y que la asimetría de la naturaleza del *shock* provocado por la guerra arancelaria (de oferta en EE. UU. y de demanda en el resto del mundo) llevará a respuestas de política económica diferentes en cada región, especialmente en la vertiente monetaria. Si el equilibrio final es un escenario en el que se logran acuerdos comerciales y el arancel medio americano se reduce hasta la zona del 10%-15%, podríamos estar en la hipótesis central del FMI, con un crecimiento mundial débil (2,8%) pero evitando una recesión global. También se pueden generar escenarios más negativos, con un importante deterioro de las relaciones comerciales, que provocaría una desaceleración económica más pronunciada, caídas en los mercados financieros y una respuesta más contundente por parte de gobiernos y bancos centrales para contener los riesgos sistémicos. En todo caso, la clave será el resultado final de la negociación entre China y EE. UU., pues afectará a las cadenas de valor, a los flujos de ahorro internacionales y obligará al resto de países, especialmente a las economías conectadas (Vietnam, México, etc.), a optimizar sus relaciones comerciales con ambas potencias económicas para defender sus ventajas competitivas. En este contexto, los termómetros para medir la temperatura de las negociaciones y enfriar en caso necesario estrategias de negociación agresivas por parte de la Administración americana serán la evolución de la rentabilidad del bono a 10 años americano (con el 5% como nivel clave) y el comportamiento del dólar. Trump puede ganar la mayoría de los pulsos, excepto el de los mercados financieros. De la misma manera que el comportamiento de la inflación en EE. UU. también será clave, teniendo en cuenta que las elecciones de *mid-term* están a la vuelta de la esquina. Muchos polos de riesgo abiertos para una economía mundial que deberá seguir lidiando con el riesgo geopolítico (con el conflicto entre India y Pakistán como nuevo polo de incertidumbre) sentada sobre una montaña de deuda nada despreciable (324 billones de dólares o un 325% del PIB global).

José Ramón Díez

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	4,00	3,75
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	4,07	3,85
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	4,01	3,93
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	4,35	4,10
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,80	4,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	1,75	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	1,90	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,70	2,06
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,74	2,10
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	1,76	2,11
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	1,91	2,14
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,09	2,18
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,87	1,96
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,00	2,15
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,41	2,58
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,52	2,72
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	2,70	2,95
Prima de riesgo	11	164	85	98	68	70	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	1,95	2,10
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,16	2,36
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,55	2,85
Prima de riesgo	19	314	82	63	46	55	70
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,02	1,08
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,81	0,80
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	158,00	154,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	73,5	69,2
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	72,1	64,0

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	3,1	3,1
Países desarrollados	2,7	1,5	1,6	1,7	1,8	1,6	1,7
Estados Unidos	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	2,1	1,9
Eurozona	2,3	0,8	1,2	0,5	0,8	0,8	1,4
Alemania	1,6	1,3	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,9
Francia	2,3	1,0	0,6	1,1	1,1	0,5	1,1
Italia	1,5	-0,3	1,6	0,8	0,5	0,5	1,3
Portugal	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	2,4	2,1
España	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,5	2,1
Japón	1,4	0,4	-0,2	1,5	0,1	1,0	1,0
Reino Unido	2,8	1,2	1,0	0,4	1,1	1,0	1,3
Países emergentes y en desarrollo	6,3	4,8	3,1	4,7	4,3	4,1	4,1
China	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,2	3,9
India	7,2	6,7	3,8	8,9	6,7	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	3,4	2,0	1,8
México	2,3	1,5	0,5	3,3	1,5	1,0	1,4
Rusia	-	1,4	0,7	4,1	4,3	1,7	1,3
Turquía	5,5	4,5	6,3	5,1	3,2	2,1	2,9
Polonia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	3,3
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,6	3,9
Países desarrollados	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,6	2,3
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	3,1	2,7
Eurozona	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,4	1,9
Alemania	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,6	2,0
Francia	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	2,0	1,9
Italia	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,9	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,2	2,0
España	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,2
Japón	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	1,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	2,6	2,1
Países emergentes y en desarrollo	6,9	5,6	6,9	8,0	7,7	5,7	4,7
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,8	1,3
India	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rusia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquía	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polonia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	3,4

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,0	1,7	2,8	3,1	2,4
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	2,6	5,2	4,1	1,9	0,8
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	-1,0	2,1	3,0	3,1	3,0
Bienes de equipo	4,9	0,2	-2,5	1,1	2,8	3,8	1,5
Construcción	5,7	-2,6	-1,9	3,0	3,5	3,0	3,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,7	1,7	2,9	2,7	2,1
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	2,8	3,1	2,1	2,3
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	2,5	0,3	2,4	2,9	2,5
Producto interior bruto	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,5	2,1
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	2,0	1,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	10,7	10,2
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,2
Costes laborales unitarios	3,1	0,6	3,6	6,1	4,0	3,3	2,7
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,0	2,9	3,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	0,2	1,4	3,7	4,2	3,9	4,1
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-7,1	-3,5	-3,2	-2,8	-2,6

Nota: 1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,8	0,5	1,2	1,9	3,2	2,3	1,8
Consumo de las AA. PP.	2,2	-0,3	2,0	0,6	1,1	0,9	0,8
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	2,9	3,6	3,0	5,5	5,2
Bienes de equipo	3,3	2,7	5,5	5,6	5,8	–	–
Construcción	-1,4	-2,4	2,6	1,2	1,4	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	1,7	2,5	2,7	2,3
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	3,6	3,8	3,4	3,4	3,7
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	4,0	1,8	5,0	4,0	4,1
Producto interior bruto	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	2,4	2,1
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	1,0	1,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,5	6,4	6,4	6,4
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,2	2,0
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,8	-1,1	0,6	2,2	–	–
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,1	2,0	3,3	4,2	3,9
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,2	0,7	0,4	0,3

Previsiones

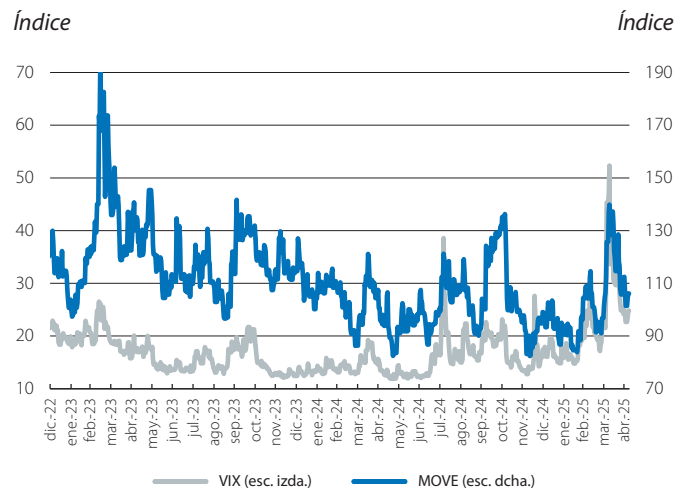
Los mercados financieros abrazan la pausa arancelaria

Tras el repunte de volatilidad a principios de abril, el apetito por el riesgo se recupera. El anuncio del presidente Trump de los aranceles «recíprocos» el 2 de abril desató un episodio de alta volatilidad en el que la incertidumbre y la preocupación por el crecimiento global, en especial en EE. UU., dominaron la narrativa de los mercados. Las bolsas globales acumularon pérdidas por encima del 10% en tan solo unas sesiones, el dólar se depreció e incluso las materias primas, en especial los bienes energéticos y los metales industriales, se vieron lastradas. Sin embargo, la pausa de 90 días a los aranceles anunciada por Trump, junto con unos datos macroeconómicos que sugieren que, por ahora, la economía global no se desploma, ralentizó la volatilidad en los mercados. En parte, el apetito por el riesgo se recuperó y las bolsas recuperaron prácticamente en su totalidad el terreno perdido. El dólar se ha logrado estabilizar y las materias primas (salvo el petróleo) acumulan ganancias en el mes. Por otro lado, las rentabilidades soberanas, especialmente en los tramos cortos de la curva, sí han extendido las caídas en tanto que se sigue esperando que los bancos centrales avancen en la distensión monetaria.

Se acentúa la divergencia entre las estrategias de los bancos centrales. La Fed se encuentra en una delicada posición en la que sus dos mandatos (estabilidad de precios y pleno empleo) se encuentran en tensión, y, ante un mayor riesgo de estanflación por los aranceles y la elevada incertidumbre del actual contexto económico, decide mantenerse en pausa hasta tener más claridad sobre el impacto que tendrán los aranceles en los datos reales. En la reunión a principios de mayo mantuvo el *fed funds*, por tercera vez consecutiva, en el rango de 4,25%-4,50%. En cambio, con los riesgos sesgados claramente hacia un debilitamiento del crecimiento, los demás bancos centrales han podido continuar el proceso de relajación monetaria. El BCE bajó los tipos de interés 25 p. b. en su reunión de abril, fijando la facilidad marginal de depósito en el 2,25%, y se preparó para responder ágilmente al impacto de los aranceles, dejando la puerta abierta a futuros cambios sin ningún tipo de compromiso. El Banco de Inglaterra también recortó en 25 p. b. a principios de mayo, llevando el tipo oficial al 4,25%, y destacó los riesgos de los aranceles sobre la actividad. De cara al medio plazo, las perspectivas de los mercados apuntan a que estos tres bancos centrales recortarán al menos tres veces más en lo que queda año, pero el margen de maniobra de la Fed es mucho menor, y en acumulado, habrá sido el BCE quien más haya rebajado los tipos de interés en este ciclo.

Los tipos soberanos regresan, en líneas generales, a los niveles de marzo. En EE. UU., la reacción inicial a los aranceles fue un repunte generalizado en las rentabilidades soberanas, que, desde entonces, se ha revertido en el tramo más corto de la curva ante la expectativa de la que la Fed recorte tipos de interés este año. Los tramos más largos, en cambio, se han mante-

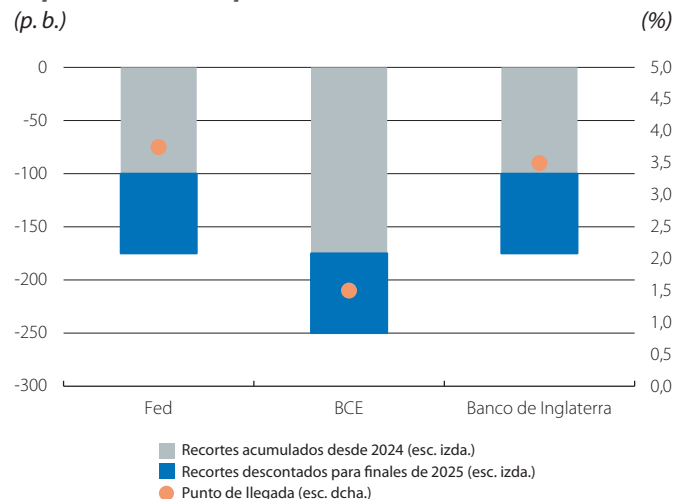
Índices de volatilidad



Nota: El índice VIX mide la volatilidad del S&P 500. El índice MOVE mide la volatilidad de los mercados de deuda de EE. UU.

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

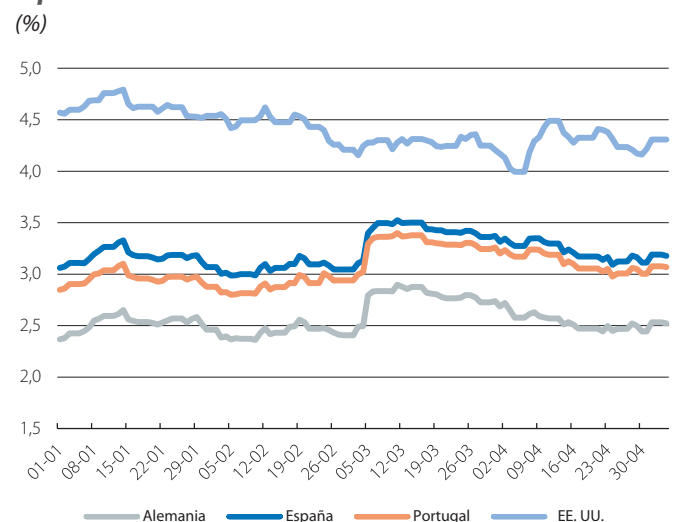
Expectativas de tipos de interés



Nota: Recortes descontados a partir de las curvas de futuros del EFFR, OIS STR y OIS GBP.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE, la Fed, el Banco de Inglaterra y Bloomberg.

Tipos de interés soberanos a 10 años



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

nido más elevados dadas las crecientes dudas sobre la fortaleza de la actividad estadounidense y el potencial empeoramiento fiscal. Las curvas soberanas de la eurozona, en todos sus tramos, sí han vuelto a sus niveles de finales de marzo, incluso han alcanzado niveles más bajos, borrando todas las ganancias que se acumularon con los anuncios de expansión fiscal y gasto en defensa. La expectativa de un BCE acomodaticio ha sido el catalizador principal que ha impulsado el rally en bonos soberanos europeos de las últimas semanas.

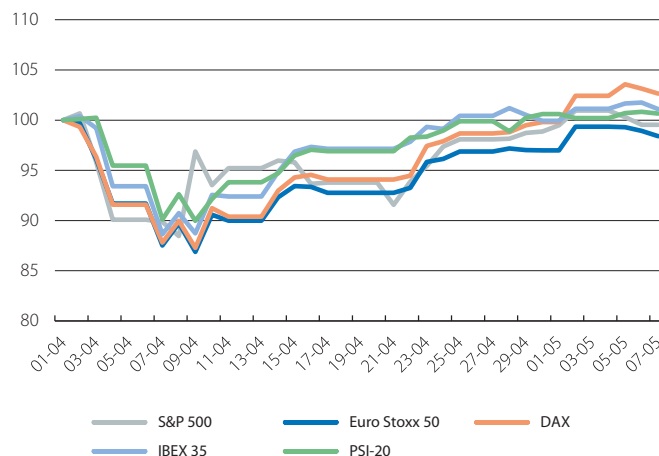
Las bolsas recuperan terreno. Los principales índices globales fueron capaces de borrar las pérdidas de principios de mes y ya se encuentran en el nivel, o muy cerca de él, del día previo al anuncio de los aranceles. El S&P 500 acumuló nueve sesiones seguidas de ganancias a finales de abril, la racha más larga en dos décadas, impulsado por los sólidos datos de empleo, y una temporada de beneficios muy positiva para las tecnológicas. En la eurozona, las bolsas de Alemania y España lideraron las ganancias tras unos datos de actividad mejor de lo anticipado. El sentimiento global también fue ganando tracción a medida que se iban conociendo anuncios por parte de la Administración Trump sobre la disposición a negociar y el inicio de conversaciones con algunos socios.

El dólar se estabiliza, pero sigue débil. Pese a ser un refugio de riesgo tradicional, el dólar sufrió una intensa depreciación (superior al 4%) frente a sus principales pares tras la imposición de los aranceles y el repunte de la volatilidad en los mercados financieros. Y la debilidad ha sido generalizada: tanto frente a los pares desarrollados como el euro, libra esterlina y yen, así como frente a divisas emergentes como el peso mexicano. No obstante, el dólar parece haber tocado suelo, por ahora. El cruce con el yen se ha estabilizado alrededor de 142 y 143 dólares por yen, el del euro en 1,13, y el de la libra esterlina en 1,33. De manera similar, frente al peso mexicano, el dólar cotiza alrededor de 19,6 dólares por peso desde hace dos semanas.

Los precios de la energía se resienten por la incertidumbre global. El foco de las materias primas ha estado principalmente en la energía. El precio del Brent sufrió una caída acumulada de más del 15% durante el mes de abril hasta tocar niveles cercanos a los 60 dólares/barril, mínimo en cuatro años. En primer lugar, por las expectativas de menor crecimiento de la actividad global, que supondría un importante lastre a la demanda de crudo. Y, en segundo lugar, porque la OPEP y aliados anunciaron un aumento de producción de 411.000 barriles al día a partir de junio. A lo cual se sumó un anuncio de Arabia Saudí en el que amenazaba a otros miembros de la organización de aumentar más aún su producción si no cumplen con sus cuotas. Por otro lado, ha sido destacable el desempeño del oro, que, como activo refugio, acumula ganancias de más del 25% en lo que llevamos de año (véase el Focus «El oro: el activo que más brilla» en este mismo Informe Mensual).

Desempeño de índices bursátiles

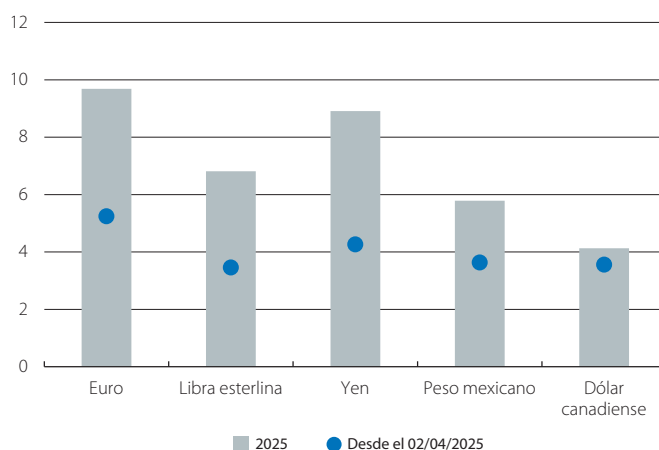
Índice (100 = 01/04/2025)



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

Desempeño de divisas frente al dólar

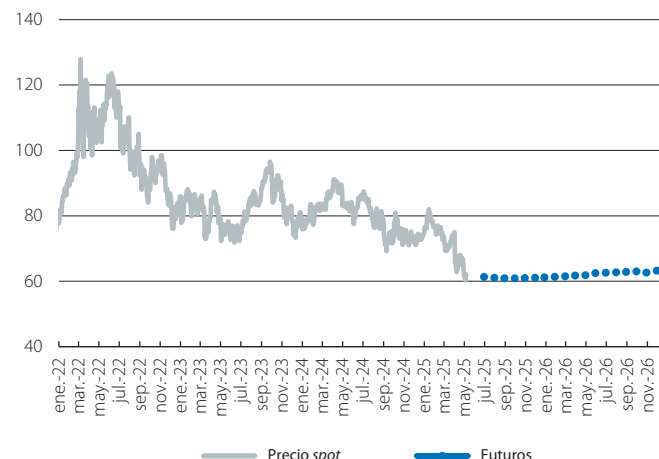
(%)



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

Precios del petróleo Brent

(Dólar/barril)



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

El oro: el activo que más brilla

El año 2024 fue de récord para el oro. La rebaja de los tipos de interés en EE. UU. y las tensiones geopolíticas favorecieron que los bancos centrales, en especial los de las economías emergentes, y los inversores intensificasen la demanda de oro durante el segundo semestre del año. Esta preferencia por la seguridad, o menor riesgo del oro, sirvió para que el precio de la onza acumulara un ascenso del 27% en el año. Hasta el momento, en los cuatro primeros meses de 2025, la mayor parte de las dinámicas que alimentaron ese *rally* se mantienen, como las expectativas de nuevos recortes de tipos por parte de la Fed, o se han intensificado, como los riesgos geopolíticos vinculados a la política arancelaria impuesta por Donald Trump. En consecuencia, la demanda total de oro ha seguido creciendo,¹ impulsada en gran medida por el ascenso de la inversión en oro (en ETF,² lingotes y monedas), y ha permitido que el precio haya alcanzado los 3.500 dólares por onza.³

¿Cuáles son los detonantes de este boom del oro?

Antes de entrar en las causas del incremento actual del precio del oro, cabe detenerse en identificar cuáles son los factores teóricos que determinan los precios de este metal precioso. A largo plazo, por el lado de la demanda, la riqueza y la renta disponible desempeñan un papel fundamental: las instituciones y los particulares invierten en oro y los consumidores gastan parte de sus ingresos y su riqueza en joyas y tecnologías que incorporan oro. Por el lado de la oferta, aspectos como la producción minera y el reciclaje del oro, la disponibilidad de reservas naturales y los factores medioambientales también influyen en los precios.

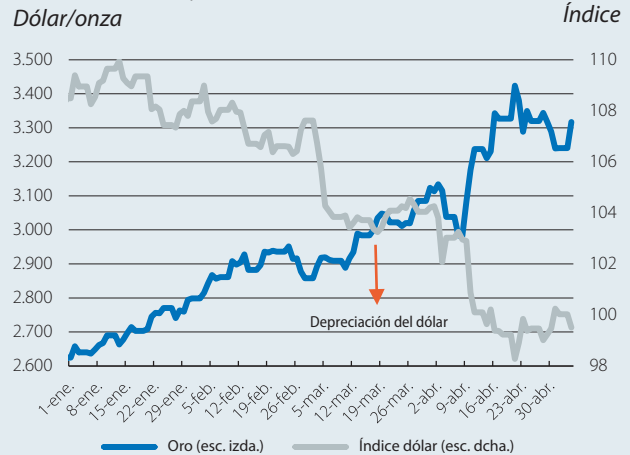
Son, sin embargo, aspectos a más corto plazo los que adquieren mayor notoriedad a la hora de determinar la rentabilidad, o el precio, del oro. Entre ellos, encontramos factores macrofinancieros como los tipos de cambio, el valor relativo de los activos y el nivel de aversión al riesgo en los mercados financieros, que introducen mayor volatilidad respecto a sus determinantes de largo plazo. El primero es el denominado coste de oportunidad de la divisa: el precio del oro está denominado en dólares, y, cuando el dólar se debilita, el oro se hace más asequible para aquellos tenedores de otras divisas (véase el primer gráfico). El segundo factor es el coste de oportunidad de los tipos de interés: la presencia del oro en las carteras de inversión se debe en parte a su rentabilidad esperada frente a otros activos seguros, como los bonos del Tesoro de EE. UU. El rendimiento de los tipos de interés de estos últimos, y en concreto de los *treasuries* a 10 años, está estrechamente correlacionado, y de manera inversa, con el precio del oro. Y el

1. Según datos del World Gold Council (WGC), en el 1T 2025 la demanda total de oro creció un 40% respecto al 1T 2024.

2. Los ETF de oro (*Exchange Traded Funds*, por sus siglas en inglés) son fondos cotizados en bolsa que replican el precio del oro y permiten a los inversores obtener exposición al oro sin tener que comprar o almacenar oro físico.

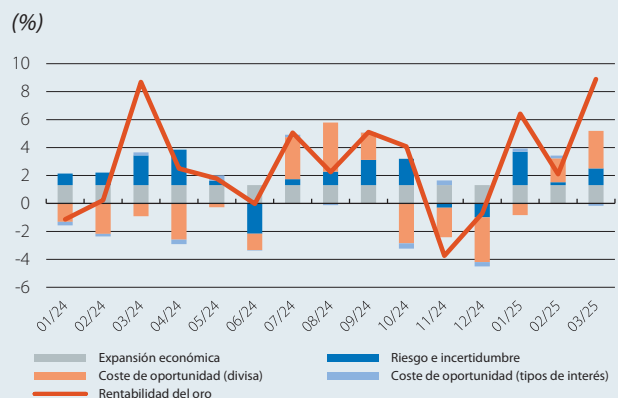
3. Durante la sesión del 21 de abril de 2025.

Precio del oro y del dólar



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

Principales determinantes de la rentabilidad del oro



Nota: Datos a 31 de marzo de 2025. Modelo de regresión múltiple de los rendimientos del oro, basado en cuatro categorías de impulsores del rendimiento del oro. Los resultados se basan en el análisis de los datos entre junio de 2019 y octubre de 2024.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del World Gold Council.

tercer elemento está vinculado a la consideración del oro como activo refugio por parte de los inversores financieros. Así, su demanda aumenta notablemente en periodos en los que la percepción de los riesgos del mercado respecto al crecimiento económico y la geopolítica es mayor.

Si estos aspectos los ponemos en el contexto actual, podemos encontrar cómo ciertamente estas palancas han dado respaldo al aumento de la demanda del oro y, en consecuencia, al precio. La llegada de Donald Trump a la Casa Blanca, con la imposición de aranceles y una política económica errática e impredecible, ha incrementado el temor a una posible recesión económica en EE. UU., que se ha reflejado en el debilitamiento del dólar, y ha avivado el nerviosismo geopolítico ya existente, provocando un episodio de gran agitación en los mercados financieros. El incremento de la volatilidad y la aversión al riesgo en un entorno tan incierto han favorecido que muchos inversores, institucionales y particulares, hayan optado por diversificar sus carteras hacia un activo refugio como el oro, impulsando el aumento de su precio, y atrayendo nuevos

flujos de inversión, tal y como se refleja en el modelo de atribución de rentabilidad del oro del World Gold Council (WGC)⁴ (véase el segundo gráfico).

La inversión en oro, un clásico que gana seguidores

Durante siglos, el oro ha sido considerado un activo seguro en épocas de incertidumbre política y económica, ofreciendo una sensación de seguridad a su tenedor por ser un producto de alto valor que puede transportarse fácilmente. Sin embargo, los inversores actuales priorizan la liquidez y la estabilidad de este activo frente a su utilidad intrínseca.

En 2024, la demanda de oro como activo de inversión alcanzó los 90.600 millones de dólares, el nivel histórico más alto tan solo superado en 2020, cuando la crisis económica de la COVID-19 desató la inversión en activos refugio, y la inversión alcanzó los 102.000 millones de dólares. Los datos de la inversión en oro durante el 1T 2025 apuntan a que la tendencia se habría mantenido al alza, ya no solo en términos monetarios sino también físicos,⁵ con un volumen de demanda en máximos desde el inicio de la guerra en Ucrania en 2022. En este terreno, además de la solidez de la demanda física de oro, principalmente en lingotes, destaca el aumento de la inversión a través de los ETF de oro. El flujo de inversión hacia los ETF se ha mantenido en positivo 10 meses en el último año y, según los datos del WGC, ascendió a 20.800 millones de dólares entre enero y marzo. Este incremento se habría visto favorecido por el propio atractivo suscitado por el auge de los precios del oro, así como por el temor a la recesión en EE. UU. y la volatilidad de las bolsas, y por la expectativa de los inversores de posibles recortes de los tipos de interés por parte de la Fed y el BCE.

El papel de los bancos centrales

La relevancia del oro en las reservas internacionales de los bancos centrales se debe a su papel de reserva de valor a largo plazo, como alternativa a las principales divisas, y que no comporta riesgo de crédito. Es por ello por lo que, desde 2010, los bancos centrales han incrementado sus posiciones en oro y son compradores netos. No obstante, el ritmo de las compras se habría duplicado desde la incursión de Rusia en Ucrania, y en particular por parte de las economías emergentes. En los últimos trimestres, la mayor demanda de oro se habría producido por los bancos centrales de Polonia, China, Kazakstán, República Checa y la India. En este ámbito, el mercado mira con cierta inquietud las compras del banco central chino (PBoC). A comienzos de 2025, se estimaba que las reservas internacionales de la autoridad monetaria china ascendían a unos 3 billones de dólares, de los cuales el 5,9% eran de oro. Si ponemos este porcentaje en perspectiva, y con el fin de entender la relevancia de las actuaciones del PBoC, si este decidiera incrementar esta proporción hasta, por ejemplo, el nivel de tenencias del banco central de la India (9%), la cifra adicional que tendría que demandar se aproximaría a las 15.000 toneladas de oro, aproximadamente el 30% de la demanda mundial de oro en 2023.

En resumen, la incertidumbre actual que domina en el escenario económico y político mundial parece ser un viento a favor para que la demanda del oro se mantenga sólida. Sin embargo, cambios de calado en la geopolítica internacional, como el final de la guerra entre Rusia y Ucrania o una mayor claridad en la política comercial de EE. UU., podrían suscitar la relajación de la presión compradora de oro por parte de los inversores.

Beatriz Villafranca

4. Véase [Gold Return Attribution Model | World Gold Council](#).

5. En el 1T 2025, la demanda de oro para invertir ascendió a 552 toneladas, un 170% más que en el 1T 2024.

Anatomía de una depreciación: el dólar en tiempos de incertidumbre en política económica

La reciente depreciación del dólar en un contexto de aversión al riesgo en los mercados financieros ha disparado las preocupaciones inversoras por dos razones fundamentales. La primera tiene base en un artículo que publicó, tras las elecciones presidenciales de noviembre, el que hoy es uno de los principales asesores económicos de Trump y que defiende la implementación de medidas para devaluar el dólar. La segunda fue el anuncio del 2 de abril de los –mal llamados– aranceles «recíprocos», que introducían un grado de proteccionismo comercial de una severidad superior a lo esperado, intensificando el escrutinio de los inversores sobre la agenda de reformas de la nueva Administración. Por estas razones, se contempla la posibilidad de que el comportamiento anómalo que ha tenido la divisa en abril indique que el mercado está evaluando el riesgo vinculado a políticas económicas poco ortodoxas en EE. UU., lo que podría afectar a la función del dólar como moneda de reserva. ¿Tiene fundamentos esta visión? Parece que, al menos por ahora y pese a la depreciación que acumula en el año, no es posible afirmar que el dólar esté cotizando un cambio significativo en su papel central en el sistema monetario internacional.

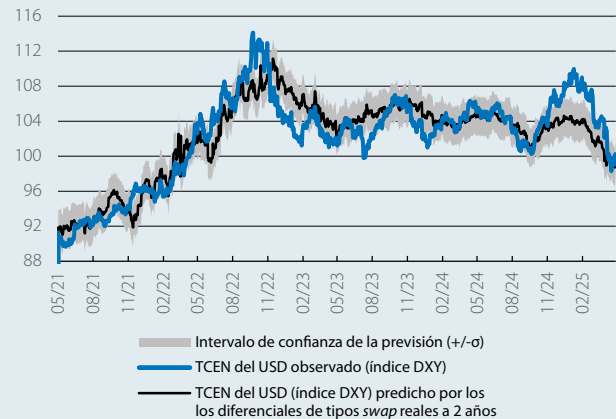
Unas reflexiones de política económica controvertidas...

Stephen Miran, actual presidente del Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca, publicó a finales de noviembre (antes de su nombramiento) un informe en el que exploraba de qué formas podía EE. UU. alcanzar varios objetivos de política económica recogidos en el programa de campaña electoral de Trump.¹ Miran proponía distintas vías para, simultáneamente: reducir el coste del servicio de la deuda y aumentar la recaudación del Tesoro de EE. UU., involucrar a los aliados del país en los gastos de defensa, y mejorar la competitividad-precio de la industria estadounidense para recuperar capacidad productiva y empleos.

Para conseguir todos estos objetivos proponía, entre otras medidas: unos mayores aranceles, una devaluación del dólar, o incluso una tasa sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro en manos del sector público del resto del mundo. A lo largo del informe, Miran desgana formas de aplicar estas medidas simultánea o alternativamente, y por vías tanto multilaterales (concertadas con terceros países) como, en última instancia, de forma unilateral por EE. UU.

1. A User's Guide to Restructuring the Global Trading System (noviembre de 2024).

Tipo de cambio efectivo nominal del dólar Índice



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

El potencial impacto de estas medidas puso en alerta a los inversores. Por ello, la reciente depreciación del dólar² en un contexto de aversión al riesgo en el mercado, cuando la divisa suele jugar un papel de activo refugio y tiende a apreciarse, disparó las dudas respecto a si el mercado estaba ya cotizando el riesgo de que se acometieran las medidas menos ortodoxas –y de mayor calado– que Miran exploraba en su informe.

... y un dólar que vuelve hacia el nivel señalado por el diferencial de tipos

Diversos análisis apuntan, no obstante, a que estos factores, si bien siguen presentes en el radar de los inversores, se han mostrado transitorios, y la divisa ha vuelto a los niveles que señala su relación histórica con otros activos y variables financieras. A esto parece apuntar la correlación histórica entre el tipo de cambio efectivo nominal del dólar y el diferencial entre los tipos de interés reales en EE. UU.³ y los de sus principales socios comerciales.⁴ De hecho, el tipo de cambio efectivo nominal del dólar se encuentra actualmente donde predice esta correlación⁵ (el nivel observado apenas se desvía del predicho), un nivel en el que parece haber encontrado una cierta estabilidad (véase el primer gráfico).

2. En su tipo de cambio efectivo nominal, acumula una depreciación de más del 8% en el año y más del 4% desde el anuncio de aranceles «recíprocos» el 2 de abril.

3. Medidos como la diferencia entre los tipos *swap* intradía (OIS) y los tipos *swap* de inflación.

4. Estos son, según la ponderación que realiza el índice DXY (referencia habitual para el tipo de cambio efectivo nominal intradía): el euro, el yen, la libra esterlina, el dólar canadiense y la corona sueca.

5. Primero se obtiene el movimiento conjunto de los tipos reales en estas divisas, menos los tipos reales en dólares (es decir, los dos primeros factores de un análisis de componentes principales), y después este se regresa sobre el índice DXY.

La capacidad explicativa de los tipos reales sobre el tipo de cambio ha fluctuado los últimos meses. Concretamente, disminuyó entre el pasado octubre y enero de este año. Tras comenzar la Fed su ciclo de bajadas de tipos en septiembre de 2024, la narrativa que se impuso en el mercado fue la de un aterrizaje paulatino de la economía estadounidense, gracias a los buenos datos de empleo y unos precios que parecían reconducirse hacia el 2%. Posteriormente, la victoria de Trump insufló nuevo aire a esa narrativa de excepcionalidad del crecimiento económico de EE. UU.

En este contexto, el diferencial de tipos se amplió señalando un dólar más apreciado y, aunque el movimiento de la divisa fue en esa misma dirección, fue de mayor intensidad. Este desacople probablemente se debiera a que los inversores interpretaron que el conjunto de políticas de Trump (aranceles, restricciones a la inmigración, bajadas de impuestos) resultaría especialmente favorable al dólar.

No fue hasta enero cuando cambió el sentimiento inversor respecto a las políticas de Trump y comenzó la tendencia de depreciación que ha llevado al dólar hasta los niveles actuales, que el diferencial de los tipos reales entre el dólar y sus principales pares recuperó su gran capacidad explicativa de los movimientos del tipo de cambio.

Así, y según este análisis, el movimiento de ida y vuelta del dólar en los últimos ocho meses estaría más relacionado con un cambio de narrativa respecto al impacto de Trump en el potencial de crecimiento económico de EE. UU. en los próximos trimestres, que con las propuestas del mencionado Stephen Miran. El hecho de que la apreciación del dólar comenzara en octubre, antes del informe de Miran, y en sentido contrario de lo que este preconizaba, es otra evidencia de que el movimiento de ida y vuelta del dólar desde entonces (el índice DXY se encuentra menos de un 1% por debajo de su nivel del pasado 30 de septiembre) ha estado dirigido principalmente por otras fuerzas y narrativas. Dicho de otro modo: lo que habríamos visto desde septiembre habría sido el auge y la caída de una narrativa de mercado muy favorable para los activos de EE. UU. (que algunos denominaron el *Trump trade*).

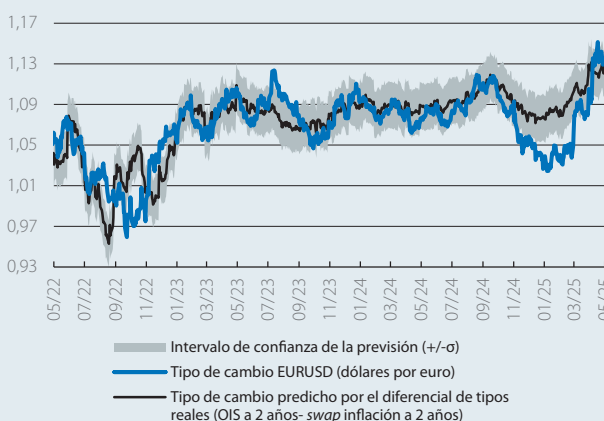
En una versión particular y simplificada de este análisis, centrándonos únicamente en lo ocurrido frente al euro, la conclusión es similar: la apreciación del dólar desde octubre de 2024 lo separó de lo predicho por el diferencial de tipos reales entre EE. UU. y la eurozona, nivel al que se ha reconducido desde entonces, aunque con especial velocidad en los últimos dos meses tras el anuncio de mayor gasto público en Alemania y el denominado *Liberation Day* de Trump, el 2 de abril (véase el segundo gráfico).

Unas fortalezas estructurales aún a prueba de Trump

En definitiva, parece claro que, pese a que la narrativa del mercado ha cambiado y la sensibilidad de los inversores a

Tipo de cambio EURUSD

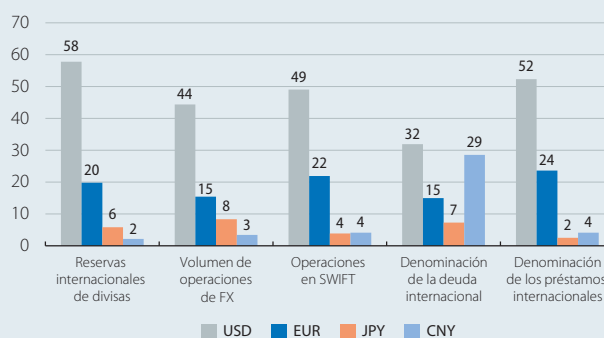
Dólares por euro



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

Uso de divisas por instrumento o concepto

(% del total en cada caso)



Nota: Reservas internacionales, datos del FMI (del 4T 2024); datos de volumen de operaciones de FX del BIS (2022); datos de operaciones en SWIFT de SWIFT (marzo de 2025); y datos de denominación de deuda y de préstamos de Bloomberg (abril de 2025).

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

cualquier nueva política «poco ortodoxa» de la Administración Trump se ha disparado tras los aranceles recíprocos, el dólar debería haber cotizado una apreciación aún mayor si un cambio estructural del papel del dólar en el sistema financiero internacional a corto plazo fuera un escenario con probabilidad significativa.

Por ahora, las fortalezas estructurales del dólar se mantienen, aunque la mera sugerencia de alterar el valor del activo central del sistema financiero internacional haya causado escalofríos en el mercado; su carácter nuclear sigue intacto, al menos, mientras esas sugerencias no se materialicen. Como se aprecia en el tercer gráfico, el dólar sigue siendo la moneda de reserva internacional, la más comerciada en los mercados de divisas, en la que se denominan la mayoría de los pagos globales y en la que se emite mayor volumen de deuda. Hará falta más que unas reflexiones sobre posibles reformas para cambiar esto.

David del Val

Tipos de interés (%)

	30-abril	31-marzo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,40	2,65	-25	-75,0	-210,0
Euríbor 3 meses	2,16	2,34	-18	-55,8	-163,2
Euríbor 12 meses	2,05	2,31	-26	-41,1	-160,7
Deuda pública a 1 año (Alemania)	1,75	2,01	-26	-49,2	-156,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	1,69	2,05	-36	-39,6	-94,4
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,44	2,74	-29	7,7	12,8
Deuda pública a 10 años (España)	3,11	3,37	-26	5,2	-12,6
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,00	3,26	-26	15,5	-12,5
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,27	4,29	-2	-3,9	-104,8
Deuda pública a 1 año	3,85	4,02	-17	-29,3	-95,7
Deuda pública a 2 años	3,60	3,88	-28	-63,9	-82,6
Deuda pública a 10 años	4,16	4,21	-4	-40,7	4,1

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-abril	31-marzo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	68	64	4	10,7	8,5
Itraxx Financiero Sénior	73	69	4	9,4	1,8
Itraxx Financiero Subordinado	129	120	8	16,4	-3,2

Tipos de cambio

	30-abril	31-marzo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,133	1,082	4,7	9,4	5,2
EUR/JPY (yenes por euro)	162,010	162,210	-0,1	-0,5	1,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,850	0,837	1,5	2,7	-0,4
USD/JPY (yenes por dólar)	143,070	149,960	-4,6	-9,0	-3,4

Materias primas

	30-abril	31-marzo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	547,6	547,1	0,1	2,1	5,9
Brent (\$/barril)	63,1	74,7	-15,5	-15,4	-20,3
Oro (\$/onza)	3.288,7	3.123,6	5,3	25,3	61,6

Renta variable

	30-abril	31-marzo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	5.569,1	5.611,9	-0,8	-5,3	11,5
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.160,2	5.248,4	-1,7	5,4	10,3
Ibex 35 (España)	13.287,8	13.135,4	1,2	14,6	34,4
PSI 20 (Portugal)	6.992,3	6.865,6	1,8	9,6	13,1
Nikkei 225 (Japón)	36.045,4	35.617,6	1,2	-9,6	-0,2
MSCI emergentes	1.112,8	1.101,4	1,0	3,5	11,0

La economía global con síntomas de arancelitis

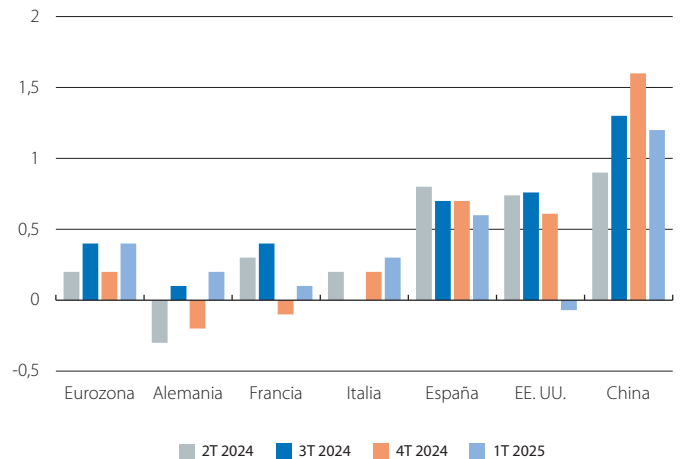
Con el 1T en el retrovisor, los datos de PIB de EE. UU. muestran contrastes entre la robustez de la demanda interna y unos flujos comerciales en fase de anticipación. Según la primera estimación, en el 1T 2025 la economía de EE. UU. se contrajo un 0,1% intertrimestral (la primera caída desde 2022) y la variación interanual se moderó 5 décimas hasta el 2,0%. Pero empieza a observarse el impacto de las políticas Trump. La contracción se debió principalmente a un repunte de las importaciones (+9,0% intertrimestral), una anticipación al ya famoso *Liberation Day*, mientras que el gasto público retrocedió (-0,4%). En positivo, la demanda interna siguió creciendo a buen ritmo: la inversión creció un 1,9% intertrimestral, con una aceleración especialmente marcada en los bienes de equipo, y el consumo privado mantiene un buen dinamismo (0,4% vs. 1% anterior) en un contexto de fortaleza del mercado laboral.

La eurozona se acelera en el 1T, pero el combustible puede agotarse pronto. En la eurozona, el PIB creció un 0,4% intertrimestral en el 1T 2025 (vs. 0,2% en el trimestre anterior) y situó la tasa de crecimiento interanual en el 1,2%. Si las importaciones han sido un viento de cara en EE. UU., los últimos datos apuntan a que las exportaciones han sido un viento de cola de este lado del Atlántico. Todas las grandes economías, a excepción de España (véase la [Coyuntura de Economía Española](#) en este informe), han acelerado su crecimiento este trimestre, particularmente Alemania (creció un 0,2% intertrimestral vs. -0,2% anterior); Francia creció un 0,1% (vs. -0,1% anterior) e Italia un 0,3% (vs. 0,2% anterior). En China, el PIB creció un 1,2% intertrimestral en el 1T (vs. 1,6% en el 4T) y la tasa interanual se mantuvo en el 5,4%. A pesar de la desaceleración, el ritmo de crecimiento se ha mostrado robusto, en un trimestre en el que las exportaciones se han acelerado y el apoyo de la política fiscal ha ayudado a una expansión del consumo privado.

Los aranceles, y sus derivadas, empezarán a pasar factura. Por su coreografía y magnitud, el aumento de aranceles dictaminado por la Administración estadounidense seguirá teniendo implicaciones económicas a nivel global, así como derivadas en mercados financieros y en la confianza de los agentes. Por un lado, a pesar de haber suspendido su parte «recíproca» por 90 días, la Casa Blanca mantiene vigentes el suelo universal del 10% y los aranceles sectoriales específicos. Por otro, la escalada proteccionista con China no parece tener tregua a la vista. Por su parte, más allá de las turbulencias en los mercados financieros (véase la [Coyuntura de Mercados](#) en este informe), el aumento de la incertidumbre empezó a pasar factura a la confianza de los agentes. En EE. UU., aunque la actividad sigue aguantando, el sentimiento económico continúa deteriorándose. El PMI compuesto estadounidense bajó en abril, por la importante caída de los servicios, mientras que el sector de manufacturas se ha estabilizado. Destaca el deterioro de los subcomponentes de expectativas, sobre todo del lado de los servicios, en su nivel más bajo desde finales de 2022. Del lado de la confianza de los consumidores, el índice de la Conference Board tocó mínimos desde 2020 y el índice análogo de la OCDE muestra una tendencia de caída desde finales de 2024.

Global: PIB

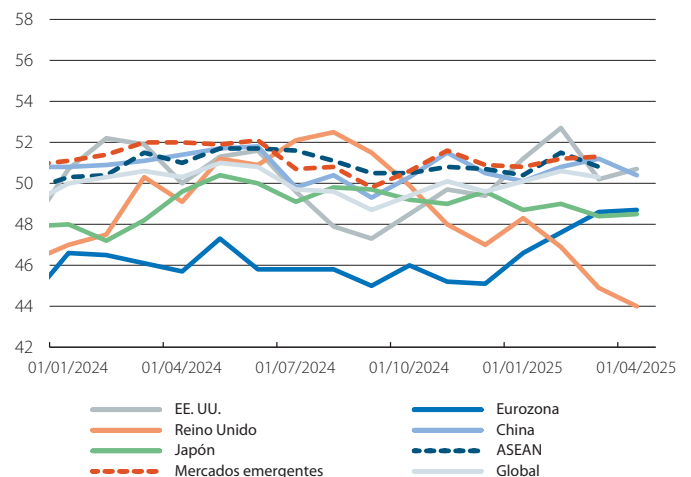
Crecimiento intertrimestral (%)



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

PMI de manufacturas

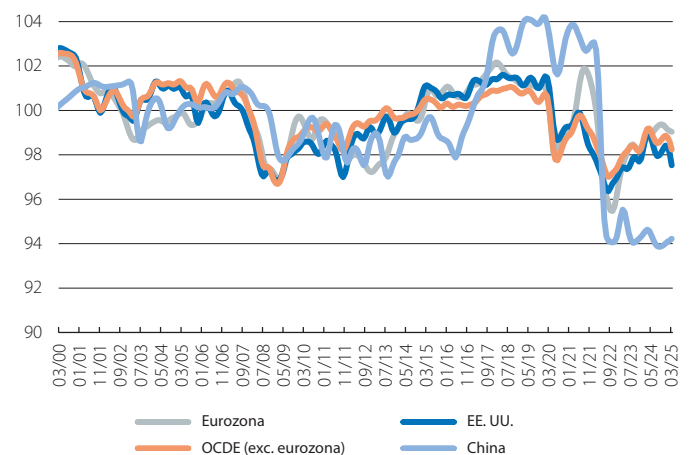
Índice



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

Confianza de los consumidores

Índice



Nota: Se utilizan los promedios de tres meses.

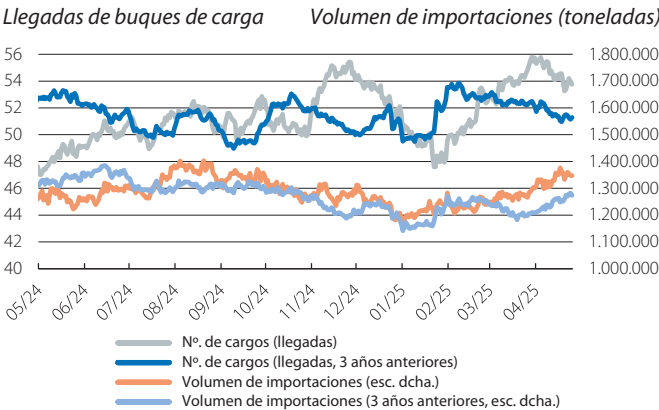
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

La economía europea y la china también se han enfriado en la entrada en el 2T. En la eurozona, el PMI compuesto cayó en abril, hasta 50,1 (vs. 50,9 anterior), una caída también explicada por el deterioro del componente de servicios, aunque el indicador compuesto ha logrado mantenerse por cuarto mes consecutivo por encima del umbral de 50 puntos. En positivo, la economía alemana muestra señales consistentes de mejora en el inicio de año: la evolución del índice Ifo de clima industrial consolidó en abril la subida anotada el mes previo (+0,2 puntos, hasta 86,9). En China, el PMI manufacturero oficial se situó en los 49,0 puntos (vs. 50,5 en marzo), una fuerte caída intermensual y que sitúa el indicador en un mínimo desde finales de 2023. La caída del PMI manufacturero Caixin fue más moderada (de 51,2 puntos en marzo a 50,4 en abril), pero ambos apuntan a una desaceleración marcada del sector manufacturero, con descensos particularmente visibles en los subcomponentes de nuevos pedidos.

De momento, sin señales robustas de un «frenazo» de los flujos comerciales. Los días caóticos tras el anuncio de los aranceles «recíprocos» por parte de la Administración estadounidense, lanzaron temores de fuertes turbulencias en los flujos comerciales. Aunque es probable que se observe una reducción material en los flujos de bienes en los próximos meses, particularmente en el eje EE. UU.-China, el impacto es todavía limitado. De hecho, entre finales de enero e inicio de abril, se ha observado un repunte en las llegadas de buques de carga y en el volumen de importaciones a los principales puertos estado-unidenses, una clara anticipación por parte de los importadores estadounidenses a los anuncios de aranceles. Por otro lado, se observan oscilaciones en los fletes. Desde el inicio de abril, el precio de enviar un contenedor desde Ho Chi Minh (Vietnam) a Los Ángeles (el mayor puerto estadounidense y mayor punto de entrada de mercancías desde Asia) ha aumentado un 60%, mientras que el precio desde Shanghái, tras un breve repunte, se ha mantenido en un nivel cercano a lo observado hasta marzo.

Con la incertidumbre en máximos, la economía global entrará en desaceleración, con más riesgos a la baja, y más interrogantes que certezas. En su informe de previsiones de primavera, el FMI remarcó que los aranceles son un *shock* de oferta para el país que los aplica y de demanda para el que los soporta. En consecuencia, el impacto es claramente negativo sobre el crecimiento global, si bien del lado de la inflación actúan fuerzas en sentidos opuestos. Así, el FMI revisó su previsión de crecimiento para EE. UU. al 1,8% para 2025 y al 1,7% para 2026 (−0,9 p. p. y −0,4 p. p., respectivamente, con respecto a la previsión anterior), mientras que para la eurozona el ajuste fue más modesto, al 0,8% para 2025 y al 1,2% para 2026 (−0,2 p. p. con respecto a la previsión anterior). El crecimiento de China se situaría en el 4,0% (−0,6 p. p. y −0,5 p. p.). El FMI revisó también al alza la previsión de inflación global en 2025 y 2026, hasta el 4,3% y 3,6% (+ 0,1 p. p.), respectivamente. Para 2025, se prevé una inflación del 3,0% para EE. UU. (vs. 1,9% anterior), 2,1% para la eurozona (vs. 2,0% anterior) y 0,0% para China (vs. 1,7% anterior). Además, se señala que los aranceles puedan tener un impacto negativo en crecimiento también a medio plazo, al reducirse la innovación y la competencia. Entre perspectivas de crecimiento más bajo y el aumento de los costes de financiación y del gasto público en defensa, el FMI prevé que la deuda pública podría superar el 100% del PIB a finales de la década.

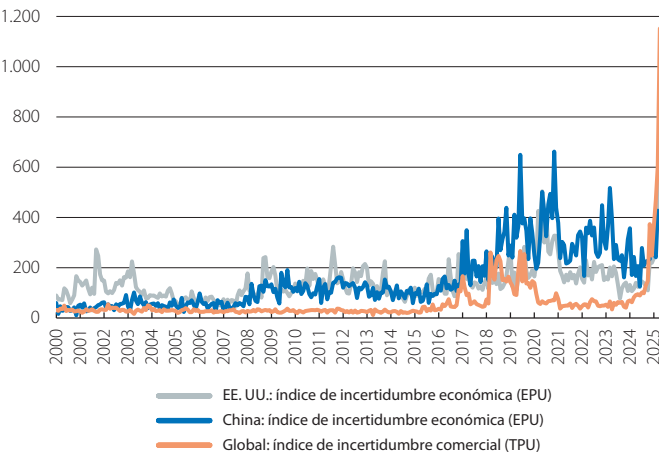
EE. UU.: entradas de mercancías en los principales puertos*



Notas: * Promedio de 30 días. Se suma el tráfico de mercancías (en número de llegadas diarias de buques de carga y de mercancías) de los 10 principales puertos de EE. UU., según el IMF Port Watch: Los Angeles-Long Beach, New York-New Jersey, Houston, New Orleans, Savannah, South Louisiana, Charleston, Mobile, Baltimore, Marcus Hook. En conjunto, estos puertos suman el 60% de las importaciones de EE. UU. por vía marítima.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IMF Port Watch.

Global: incertidumbre económica y comercial



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Economic Policy Uncertainty Index (descargados desde <https://www.policyuncertainty.com/index.html> el 02/05/2025).

FMI: previsiones de crecimiento del PIB

	Previsión			Δ WEO enero (p. p.)	
	2024	2025	2026	2025	2026
PIB Mundial	3,3	2,8	3,0	−0,5	−0,3
Economías avanzadas	1,8	1,4	1,5	−0,5	−0,3
EE. UU.	2,8	1,8	1,7	−0,9	−0,4
Eurozona	0,9	0,8	1,2	−0,2	−0,2
Alemania	−0,2	0,0	0,9	−0,3	−0,2
Francia	1,1	0,6	1,0	−0,2	−0,1
Italia	0,7	0,4	0,8	−0,3	−0,1
España	3,2	2,5	1,8	0,2	0,0
Economías emergentes y en desarrollo	4,3	3,7	3,9	−0,5	−0,4
China	5,0	4,0	4,0	−0,6	−0,5
India	6,5	6,2	6,3	−0,3	−0,2
Brasil	3,4	2,0	2,0	−0,2	−0,2
México	1,5	−0,3	1,4	−1,7	−0,6
Comercio mundial	3,8	1,7	2,5	−1,5	−0,8
Inflación mundial	5,7	4,3	3,6	0,1	0,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (World Economic Outlook, abril de 2025).

Radiografía de la atonía inversora en la UE

La agenda para impulsar el gasto en defensa, el cambio de orientación fiscal en Alemania y una aparente mayor comunión dentro de la UE ante los retos geopolíticos han traído ciertos brotes verdes a las perspectivas de crecimiento para la economía europea. Sin embargo, los desafíos para que este escenario se materialice no son menores, más en un contexto internacional como el actual. En gran medida, la suerte depende de generar las condiciones y la confianza para impulsar proyectos de inversión que sienten las bases productivas a medio plazo, algo que no se ha conseguido en la fase de recuperación tras la pandemia. De hecho, el sector empresarial se ha vuelto más reactivo a la inversión, acumulando ahorro o amortizando deuda a la espera de mayor certidumbre y mejoras en las condiciones competitivas del mercado único.

Un (menor) crecimiento sin inversión

La expansión de la actividad económica en la UE no solo se ha visto mermada en los últimos años por la sucesión de intensos choques de diferente naturaleza (COVID-19 y guerra en Ucrania), sino que ha modificado su composición, con un mayor protagonismo del consumo público, en parte impulsado por los fondos del NGEU,¹ y el sector exterior (véase el primer gráfico). Por el contrario, la demanda doméstica privada mantiene un perfil bajo, con una notable ralentización del consumo privado respecto a los años previos a la pandemia a pesar del dinamismo del mercado laboral, y particularmente en el caso de la inversión, que en 2024 mostraba todavía un volumen de actividad similar al de 2019.

Por tipos de activo, la inversión se ha mostrado especialmente débil en maquinaria, equipo e intangibles (véase el segundo gráfico), con un impacto negativo y persistente de la COVID-19 en un entorno de mayor incertidumbre y menores perspectivas de crecimiento para la expansión de capacidad por parte de las empresas europeas.² El gasto de capital en construcción ha tenido una evolución más positiva, apoyada en su segmento no residencial, por el incremento de la inversión pública, y en el de vivienda en los primeros años tras la pandemia por la combinación de ahorro acumulado, favorables condiciones de financiación y programas de apoyo a la rehabilitación, siendo el más emblemático el Superbonus en Italia, donde la inversión en vivienda casi se ha duplicado respecto a 2019.³

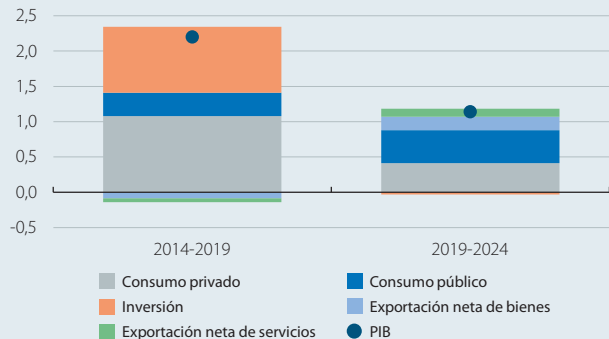
1. Véase el Dossier «La capacidad transformadora del NGEU y de otros planes de estímulo fiscal» en el IM03/2025.

2. Andersson, M., Jarvis, V. y Soudan, M. (2025), «Business investment: why is the euro area lagging behind the United States?», Boletín Económico del BCE.

3. Battistini, N. et al. (2021). «The euro area housing market during the COVID-19 pandemic», Boletín Económico del BCE.

Composición del crecimiento medio anual del PIB en la UE-27

(p. p.)

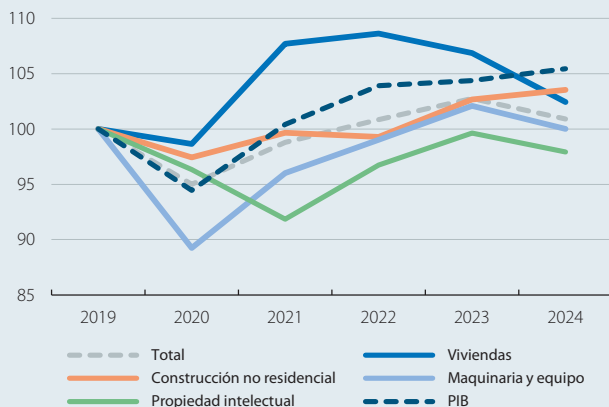


Nota: A partir de datos reales a precios constantes de 2020, la inversión incluye formación bruta de capital fijo y variación de existencias.

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

Inversión en la UE-27 por tipo de activo

Índice (100 = 2019)



Nota: Formación bruta de capital fijo. Datos reales a precios constantes de 2020.

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

Manufacturas y tecnología lideran el menor apetito inversor de las empresas europeas

La tasa de inversión del conjunto de la UE –medida como la ratio entre la formación bruta de capital fijo y el PIB en términos nominales– ha retrocedido hasta niveles cercanos a los de 2018, acumulando desde la COVID-19 una caída de 0,8 p. p. (véase el tercer gráfico).

Por sectores institucionales, este retroceso ha estado liderado por las sociedades no financieras, que acumulan la mayor parte del stock de capital en maquinaria, equipo e intangibles, precisamente los activos que, como se señalaba anteriormente, peor evolución han mostrado en volumen, y que además se han abaratado respecto a otros productos. Por el contrario, tanto Administraciones públicas como hogares –con su capital concentrado en infraestructuras y vivienda, respectivamente– han contribuido a elevar la tasa agregada de inversión, con un crecimiento en volumen algo por debajo del PIB, pero sobre todo por

un incremento notable en sus precios relativos, resultado del encarecimiento de materiales de construcción a raíz de la guerra en Ucrania y el significativo aumento de los precios en la mayoría de los mercados residenciales europeos desde la pandemia.⁴

Dado su papel central en la atonía de la formación de capital en la UE, ampliamos el foco sobre el sector empresarial, desagregando ahora por actividad económica inversora. Con datos en este caso hasta 2023, y restringiendo el análisis a la industria y los servicios de mercado, observamos que la caída en la tasa de inversión real se ha explicado mayoritariamente por el comportamiento más negativo en manufacturas y servicios de información y comunicación (TIC), que conjuntamente explican un retroceso de 1,7 p. p. (véase el cuarto gráfico), compensado solo parcialmente por una mayor tasa de inversión en el sector de *utilities* y un mayor peso de las TIC en el conjunto de la economía (dado su uso más intensivo del capital).

Palancas y riesgos en el horizonte

El Banco Europeo de Inversiones ha vuelto a señalar recientemente que los principales factores perjudiciales para la inversión son, en este orden, la falta de mano de obra adecuada, el coste de la energía, la incertidumbre y el marco regulatorio, en todos los casos en mayor medida que para las empresas estadounidenses.⁵ Buena parte de estos aspectos han sido objeto de profundas reflexiones en los informes Letta y Draghi publicados el pasado año y han servido de base para el plan de competitividad presentado por la Comisión Europea el pasado 29 de enero (la denominada Brújula de la Competitividad).⁶ El despliegue de medidas para reducir la fragmentación del mercado interior, abaratar el precio de la energía y cubrir las necesidades de capital humano debería apoyar un horizonte más positivo para la inversión europea a medio plazo. Sin embargo, estas no parecen condiciones suficientes a la espera de concretar la cuantía del apalancamiento público para dinamizar el gasto productivo en la UE y el despliegue de una genuina Unión de Ahorro e Inversiones que canalice el persistente y abundante ahorro privado hacia la financiación de sectores estratégicos (véase el quinto gráfico). Además, en un momento en el que las condiciones financieras también se estaban tornando ya más acomodaticias para acompañar la expansión de capacidad por parte de las empresas, han aparecido en el camino nubarrones de aranceles cargados de incertidumbre, un escenario en el que la inversión no suele quedar bien parada y en el que el apoyo de las políticas económicas se vuelve más necesario que nunca para minimizar los daños en el potencial de crecimiento futuro.

David Martínez Turégano

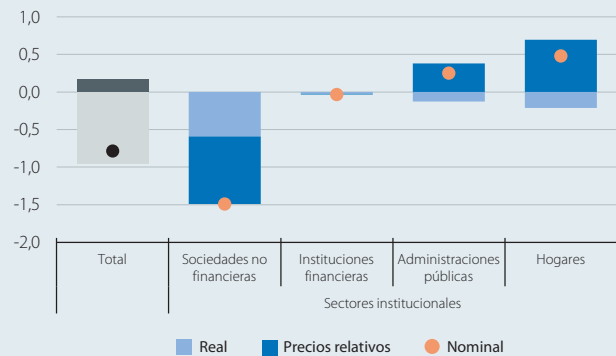
4. Véase «Los precios de la vivienda en Europa se reactivan por el giro en la política monetaria» en el Informe Sectorial Inmobiliario del 1S/2025.

5. Banco Europeo de Inversiones (2025). «EIB Investment Report 2024/2025: Innovation, integration and simplification in Europe».

6. Véase el Focus «Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE» en el IM04/2025.

Tasa de inversión en la UE-27: variación entre 2019 y 2024

(p. p. del PIB)

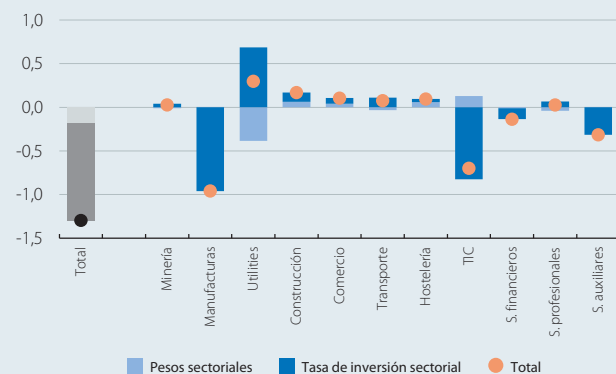


Nota: Formación bruta de capital fijo. Datos reales a precios constantes de 2020 y precios relativos entre el deflactor de la inversión y el del PIB.

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

Tasa de inversión en la UE en actividades de mercado: variación entre 2019 y 2023

(p. p. de valor añadido)

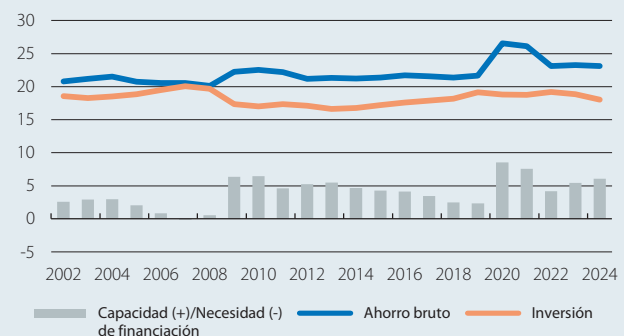


Notas: Formación bruta de capital fijo. Datos reales a precios constantes de 2020. Las actividades de mercado incluyen las secciones CNAE de la B a la N, excluimos L-Servicios inmobiliarios. Agregado para 20 países de la UE.

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

Tasa de ahorro e inversión del sector privado en la UE-27

(% del PIB)



Notas: El sector privado incluye hogares, instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, sociedades no financieras e instituciones financieras. La inversión se corresponde con la formación bruta de capital fijo. Datos nominales.

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

India: la rueda del dharma en el camino del desarrollo

Durante la última década, no han sido pocos los que han planteado que un cambio se está gestando en el tablero mundial multipolar, toda vez que la globalización parece estancarse, nuevos conflictos geopolíticos amenazan con enquistarse y se acelera el progreso económico de grandes potencias como la India. En este contexto desafiante, una de las grandes preguntas es si la India se puede convertir en la nueva China. La rueda del dharma, elemento clave de la bandera tricolor desde su independencia en 1947, ofrece un símbolo de progreso y simboliza los valores que la India debería poseer para lograrlo, como son la disciplina y la sabiduría necesarias para aprovechar las oportunidades y corregir las debilidades.

La economía de la India en perspectiva

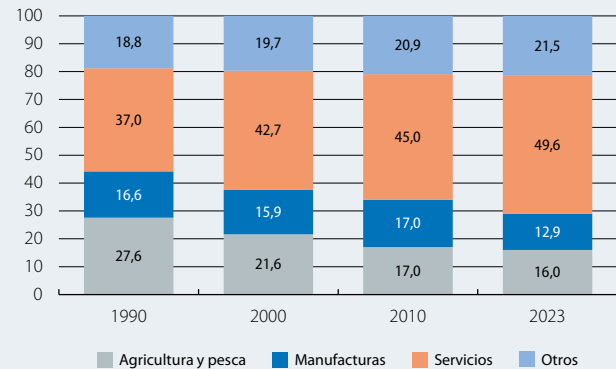
Sin entrar en juegos de adivinaciones, estamos hablando del país más poblado del mundo, con aproximadamente 1.440 millones de habitantes en 2023, superando así a China, con una población ya en declive desde hace unos años, de 1.410 millones. Y seguirá siéndolo seguramente por el resto del siglo *xxi*, ya que la población india sigue creciendo a buen ritmo (0,9% en 2023, igual que el crecimiento promedio mundial), tiene una estructura comparativamente joven y margen para elevar la esperanza de vida, actualmente baja con respecto a otros emergentes de su entorno.

Ser el país más poblado del mundo, y con una demografía joven y creciente, ha dado a la India cierta ventaja en lo que a crecimiento económico se refiere (el denominado dividendo demográfico), pues la demanda interna, consumo e inversión, ha formado la principal ancla de crecimiento de su economía y ha ofrecido un colchón frente a *shocks* externos. Así, el PIB indio ha crecido en los últimos años a tasas anuales en torno al 7%, con la excepción de 2020. De esta forma, su PIB superó ligeramente en 2023 al del Reino Unido, país que fue su antigua metrópolis, al situarse en 3,57 billones de dólares corrientes. No obstante, su PIB per cápita se encontraba en 2023 cerca de los 2.500 dólares corrientes (casi 10.200 en paridad de poder adquisitivo), lo que sitúa a la India en el promedio de los países de ingreso medio bajo,¹ y deja al país con un largo recorrido de crecimiento por delante. A modo de comparación, China alcanzó ese nivel de renta entre los años 2004 y 2005, y su PIB per cápita, cerca de 12.600 dólares corrientes, la sitúa algo por encima del promedio de los países de ingreso medio alto.

Este elevado ritmo de crecimiento es resultado del creciente peso de los servicios, que en 2023 supuso casi el 50% de su PIB (véase el primer gráfico). De todas formas, el mercado

India: valor añadido por sectores de actividad económica

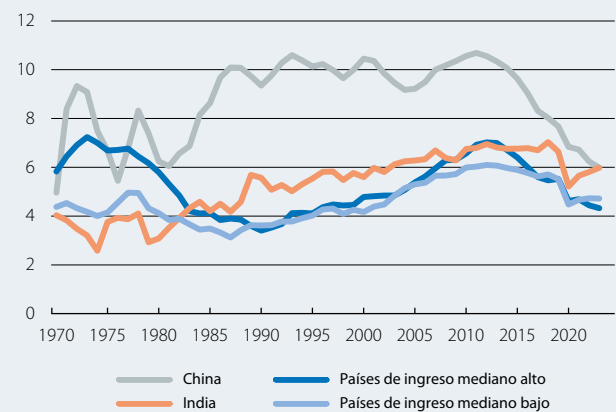
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial.

Crecimiento del PIB

Promedio de 10 años (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial.

laboral muestra algunos de los puntos débiles de la economía india. Cerca de la mitad de la fuerza laboral se encuentra empleada en sectores de baja productividad, como la agricultura, la construcción o el comercio. Además, según el FMI,² la informalidad laboral es muy elevada y roza el 90% en el conjunto del país, con especial incidencia en las áreas rurales. También la participación laboral se ha mantenido baja en los últimos años, aumentando apenas 8 p. p. entre 2018 y 2024 hasta el 56,4%, reflejo de las dificultades que tiene la mujer para incorporarse al mercado laboral (la tasa de participación en zonas urbanas apenas llega al 30%).

Una visión estructural

En los últimos años, la India ha experimentado un crecimiento notable, superando ampliamente el de China y el del conjunto de las economías de ingreso medio (cercano al 5%, véase el segundo gráfico). Cogiendo una visión más

1. El Banco Mundial clasifica las diferentes economías en grupos según los niveles de ingreso, de acuerdo con el ingreso nacional bruto per cápita (GNI per cápita, por sus siglas en inglés), calculado utilizando el Atlas Method (que usa datos sin ajustar por paridad de poder adquisitivo, lo que da un GNI per cápita para India de 2.520 dólares corrientes). Los grupos son: ingresos bajos, 1.145 dólares o menos; ingresos medios bajos, de 1.146 a 4.515 dólares; ingresos medios altos, de 4.516 a 14.005 dólares; e ingresos altos, más de 14.005 dólares.

2. FMI (2025). «India: 2024 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for India», IMF Staff Country Reports 2025, 054.

India: indicadores de desarrollo

	2010-2019				2000-2009				1990-1999			
	China	India	Países de ingreso medio bajo	Países de ingreso medio alto	China	India	Países de ingreso medio bajo	Países de ingreso medio alto	China	India	Países de ingreso medio bajo	Países de ingreso medio alto
Indicadores económicos												
PIB per cápita (miles USD)	14,2	6,4	6,4	15,6	6,2	3,8	4,3	9,6	2,6	2,5	3,1	6,6
Crecimiento del PIB (anual, %)	7,7	6,6	5,5	5,5	10,4	6,3	5,7	6,3	10,0	5,8	4,3	4,5
Inflación, IPC (anual, %)	2,6	6,8	4,4	3,2	1,9	5,5	5,5	5,4	7,8	9,5	9,3	11,7
Agricultura (% del PIB)	8,3	16,7	16,3	7,4	12,0	18,5	18,5	8,3	20,1	25,7	23,5	11,1
Manufacturas (% del PIB)	29,6	15,3	14,6	22,6	32,1	16,3	15,3	22,6	30,0	16,4	17,1	20,0
Servicios (% del PIB)	49,2	47,3	49,3	52,2	42,0	44,4	47,0	49,7	34,9	38,5	42,1	49,9
Deuda externa	14,0	20,6	26,2	23,1	11,7	18,8	30,7	26,3	16,0	27,1	49,1	30,8
IED (% del PIB)	2,4	1,7	1,9	2,5	3,7	1,6	2,2	3,0	3,9	0,4	1,1	2,1
Importaciones de bienes y servicios (% del PIB)	20,3	25,3	29,0	23,6	23,9	20,5	27,4	26,4	15,0	10,8	20,9	20,6
Imp. de combustibles (% imp. bienes)	16,0	32,6	21,3	14,5	10,5	32,9	21,1	11,5	5,0	26,3	16,2	6,4
Exportaciones de bienes y servicios (% del PIB)	22,6	21,6	24,7	24,8	28,5	17,9	24,1	29,1	17,1	9,9	17,5	20,2
Exp. de manufacturas (% exp. bienes)	93,7	65,9	58,2	75,1	91,3	70,6	58,8	75,9	83,8	73,9	58,3	73,5
Exp. de alimentos (% exp. bienes)	2,9	10,5	13,4	8,7	3,8	10,5	14,9	7,8	8,6	16,8	20,0	12,2
Indicadores de demografía y pobreza												
Tasa de fertilidad	1,7	2,3	2,9	1,9	1,6	3,0	3,5	1,9	1,7	3,7	4,2	2,2
Población urbana (% total)	54,8	32,6	36,9	61,8	41,8	29,1	32,6	52,4	30,6	26,5	29,4	43,5
Población en situación de pobreza (% total)	3,7	16,3	17,5	4,1	25,5	37,1	32,6	19,7	58,0	48,0	43,8	40,7
Ratio de dependencia, población mayor	14,1	8,4	7,6	12,6	11,0	7,5	7,0	10,4	9,0	7,2	6,9	8,8
Ratio de dependencia, población menor	25,6	44,6	52,5	31,3	29,8	54,8	60,4	36,1	41,1	64,0	69,7	47,2
Indicadores de educación y salud												
Gasto público en educación (% del PIB)	4,1	4,0	3,6	4,2	3,0	3,5	3,1	4,1	1,8	3,8	2,9	4,1
Tasa de alfabetización	95,0	69,0	72,4	94,4	91,0	62,0	65,4	91,6	78,0	48,0	56,9	84,6
Ratio alumno-profesor, educación primaria	16,6	33,0	29,5	18,5	18,6	40,5	33,8	20,8	22,7	40,0	34,7	23,9
Gasto corriente en salud (% del PIB)	4,8	3,3	3,7	5,5	4,2	3,8	3,9	5,2	–	–	–	–
Gasto público en salud (% total)	56,4	28,5	31,7	54,7	33,0	20,4	27,7	45,0	–	–	–	–
Gasto privado directo salud (% total)	37,3	61,5	55,3	33,1	56,2	71,7	61,0	41,5	–	–	–	–
Camas hospital (por cada 1.000 personas)	3,7	1,6	1,4	3,0	1,9	1,8	1,6	2,1	2,6	0,8	1,1	2,9

Nota: Se utilizan los promedios de cada periodo. El PIB per cápita en paridad de poder adquisitivo (PPA), en dólares constantes del 2021. El peso de la agricultura, las manufacturas y los servicios se calcula como el % de VAB originado en cada sector. La deuda externa se calcula en % del ingreso nacional. Se consideran solo los flujos entrantes de IED. La tasa de fertilidad se calcula como el número de nacimientos por mujer. Para el cálculo de la tasa de pobreza, se considera el % de población con menos de 2,15 \$ al día. Los ratios de dependencia se calculan en % de la población en edad laboral. La tasa de alfabetización se calcula en % de la población con 15 o más años. El gasto público y privado directo en salud se calcula como % del gasto corriente total en salud.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial.

amplia, el crecimiento promedio desde 2010 se ha situado en el 6,8% (sin los años 2020 y 2021), frente al 6,3% en el periodo 2000-2009 y el 5,8% en la década anterior. Por otro lado, China venía creciendo a un ritmo promedio del 10% anual entre mediados de los años 1980 y 2010, lo que le ha permitido rápidamente converger con países de ingresos más altos en términos de PIB per cápita, y se encuentra ahora en una fase de desarrollo distinta, con unas tasas de crecimiento menores y una demografía adversa. En definitiva, el reciente «sobrepaso» de la India a China, en términos de ritmo de crecimiento, se está dando más bien porque estos países se encuentran en fases distintas de su desarrollo.

La evolución en las últimas décadas de la economía india se puede ilustrar en tres dimensiones esenciales de desarrollo: cambios en la estructura económica, demográfica y condiciones educativas y sanitarias (véase la tabla). En la dimensión económica, destaca la semejanza de la composición sectorial y del perfil de importaciones y exportaciones entre la India y el conjunto de países de ingreso medio-bajo. Se trata de una economía con un peso todavía muy elevado de la agricultura (cercano al 17%) y relativamente bajo del sector manufacturero (cercano al 15%), mientras que los alimentos y combustibles tienen un peso todavía elevado en los intercambios comerciales del país con el

exterior.³ En el plano demográfico, resaltan también las similitudes con los países de renta media-baja, con elevado porcentaje de población en situación de pobreza y viviendo en zonas rurales, y esto a pesar del rápido progreso en la última década en la reducción de la pobreza en el país. Al mismo tiempo, resaltan las debilidades estructurales en los indicadores de educación y salud, con una tasa de alfabetización persistentemente baja y una cobertura e infraestructura limitadas en el sistema sanitario.

Con todo, los últimos años de gobierno del presidente Modi han sido un ejemplo exitoso de estabilización macrofinanciera. Desde 2013, la inflación, aunque aún muy volátil por depender en gran medida del componente de alimentación, ha estado dentro del rango objetivo entre el 2% y el 6%, y los episodios en los que la inflación ha repuntado han sido breves. En esta tarea de control de la inflación, ha sido fundamental una política monetaria centrada en afianzar la credibilidad del banco central en la consecución de su objetivo, con aumentos del tipo de intervención cuando ha sido necesario. Todo ello, junto a un aumento sostenido de las reservas extranjeras que respaldarán a la rupia y una deuda externa en niveles contenidos. Estos años de política monetaria y cambiaria ortodoxa han permitido la iniciación de una senda de reducción de los tipos de interés.

Por otro lado, a diferencia de China, la India ha mantenido un déficit por cuenta corriente persistente. Esto se debe a que, si bien exporta servicios profesionales y tecnológicos, así como electrónica de consumo de alto valor añadido, ello no es suficiente para compensar las importaciones de todo

tipo de bienes y manufacturas intensivas en mano de obra. El tamaño relativamente pequeño del sector manufacturero se debe en parte a los todavía elevados obstáculos que el país impone a la inversión extranjera directa y a diversas importaciones de bienes intermedios. Aliviar esas trabas, como pretenden iniciativas del Gobierno como el *Make in India* o el *Production-Linked Incentive*, ayudará al desarrollo de una industria india integrada en las cadenas de valor globales y capaz de competir, en especial en el contexto actual de reconfiguración del comercio internacional, donde el *friendshoring* puede jugar un papel vital.

¿La nueva China India?

En definitiva, después de realizar una breve radiografía de la economía india, el debate acerca de si la India podrá ser la nueva China sigue abierto. Una demografía y un crecimiento económico robustos juegan a su favor, acompañados por unas expectativas de inflación moderadas y una situación financiera saneada. A partir de 2024, el crecimiento de la India se redujo levemente, pero se espera que se mantenga por encima del 6% en los próximos años. Sin embargo, todavía existen problemas estructurales que limitan el crecimiento potencial y necesitan reformarse, como el mercado laboral, la calidad institucional, la burocracia o la elevada tasa de pobreza. Por tanto, si la rueda del dharma conseguirá coger velocidad en las vías del desarrollo es algo que todavía generará amplio debate en la próxima década.

Antonio Marta Miranda y Luís Pinheiro

3. Es llamativa la diferencia con China, donde destaca especialmente el peso del sector manufacturero en términos de valor añadido y en las exportaciones del país.

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Actividad									
PIB real	2,9	2,8	3,0	2,7	2,5	2,0	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,2	3,5	3,4	3,6	4,1	4,8	4,7	5,0	...
Confianza del consumidor (valor)	105,4	104,5	98,9	102,2	110,6	99,8	100,1	93,9	86,0
Producción industrial	0,2	–0,3	0,0	–0,4	–0,3	1,5	1,5	1,3	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,5	47,3	48,2	50,1	50,3	49,0	48,7
Viviendas iniciadas (miles)	1.421	1.368	1.340	1.332	1.392	1.393	1.494	1.324	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	312	330	329	332	336	...	340	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,3	60,1	60,1	60,0	59,9	60,0	59,9	59,9	60,0
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,9	–3,1	–3,5	–3,5	–3,8	...
Precios									
Inflación general	4,1	3,0	3,2	2,6	2,7	2,7	2,8	2,4	...
Inflación núcleo	4,8	3,4	3,4	3,2	3,3	3,1	3,1	2,8	...

JAPÓN

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Actividad									
PIB real	1,5	0,1	–0,7	0,7	1,1	...	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	35,1	37,2	37,2	36,9	36,1	34,7	34,8	34,1	31,2
Producción industrial	–1,4	–3,0	–3,5	–1,8	–2,5	2,1	4,3	–0,3	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	13,0	13,0	14,0	12,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–1,1	–1,0	...	–0,9	...	...
Precios									
Inflación general	3,3	2,7	2,7	2,8	2,9	3,8	3,6	3,6	...
Inflación subyacente	3,9	2,4	2,2	2,0	2,3	2,7	2,6	2,8	...

CHINA

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Actividad									
PIB real	5,4	5,0	4,7	4,6	5,4	5,4	–	–	–
Ventas al por menor	7,8	3,3	2,6	2,7	3,8	3,6	4,0	5,9	...
Producción industrial	4,6	5,6	5,9	5,0	5,6	6,8	5,9	7,7	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	49,8	49,8	49,4	50,2	49,9	50,2	50,5	49,0
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	865	996	864	897	996	1.085	1.041	1.085	...
Exportaciones	–5,1	4,6	4,4	5,4	10,0	5,7	–2,3	12,2	...
Importaciones	–5,5	1,1	2,5	2,2	–1,8	–7,0	1,4	–4,3	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,2	0,3	0,5	0,2	–0,1	–0,7	–0,1	...
Tipo de interés de referencia ³	3,5	3,1	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3	7,3

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Ventas al por menor (variación interanual)	-1,9	1,1	0,3	2,1	2,1	1,8	1,9	1,5	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,6	-3,0	-4,0	-1,7	-1,6	...	1,2	...	...
Confianza del consumidor	-17,4	-14,0	-14,2	-13,0	-13,4	-14,1	-13,7	-14,5	-16,7
Sentimiento económico	96,2	95,7	95,9	96,2	95,2	95,4	96,1	95,0	93,6
PMI manufacturas	45,0	45,9	46,1	46,4	46,3	46,3	47,6	48,6	49,0
PMI servicios	51,2	51,5	51,7	52,7	53,1	52,6	50,6	51,0	50,1
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,4	1,2	1,0	1,0	0,7	...	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,4	6,3	6,2	6,2	6,2	6,2	...
Alemania (% pobl. activa)	3,0	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,4	7,3	7,3	7,4	7,3	...
Italia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,7	6,3	6,1	6,0	5,9	6,0	...
PIB real (variación interanual)	0,5	0,8	0,5	1,0	1,2	1,2	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,1	1,1	1,0	1,3	0,8	0,8	-	-	-
Italia (variación interanual)	0,8	0,5	0,7	0,6	0,5	0,6	-	-	-

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
General	5,5	2,4	2,5	2,2	2,2	2,3	2,3	2,2	2,2
Núcleo	5,0	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6	2,4	2,7

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Saldo corriente	2,0	3,5	3,2	3,5	3,5	...	3,5	...	...
Alemania	5,6	5,7	6,4	6,3	5,7	...	5,3	...	...
Francia	-1,0	0,4	-0,4	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	...
Italia	0,1	1,1	0,9	0,9	1,1	...	1,0	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,7	95,0	95,1	95,5	94,2	93,5	92,7	94,7	97,0

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	2,7	0,8	0,4	1,0	1,4	2,1	2,1	2,3	...
Crédito a hogares ^{2,3}	1,7	0,5	0,3	0,5	0,9	1,5	1,5	1,7	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	4,9	4,4	3,9	3,9	3,7	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,7	4,3	4,0	4,0	3,9	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-8,5	-3,9	-5,5	-2,5	1,2	3,6	3,7	4,1	...
Otros depósitos a corto plazo	21,1	12,3	14,3	10,5	5,9	2,3	2,0	1,5	...
Instrumentos negociables	20,3	20,2	19,8	22,1	18,3	15,1	18,0	11,3	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,7	3,0	3,1	3,0	2,6	2,2	2,2	2,1	...

Notas: 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.

La economía española capea el temporal de la incertidumbre

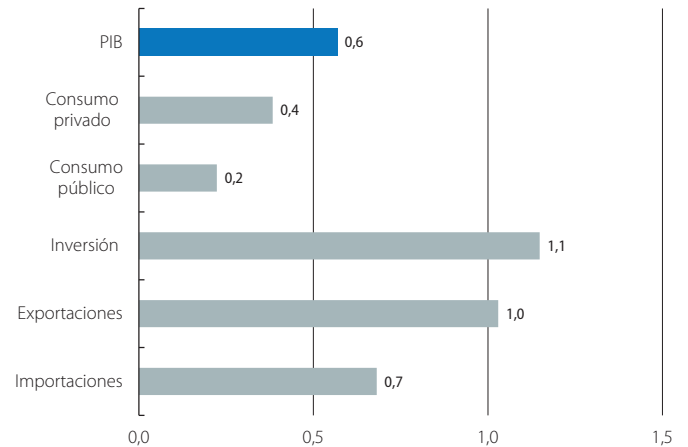
Estos primeros meses de 2025 han venido marcados por diversos anuncios por parte de la Administración Trump de elevar los aranceles a las importaciones provenientes de sus principales socios comerciales, entre ellos la eurozona. Si bien parte de estos aranceles se mantienen suspendidos hasta julio a la espera de las negociaciones, el vaivén de anuncios respecto a la política comercial de EE. UU. ha supuesto un aumento de la incertidumbre sin precedentes. Esta situación ha llevado a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento global por parte del FMI. Sin embargo, la economía española se ha mantenido al margen. De hecho, el FMI ha valorado positivamente su menor exposición a EE. UU. y la buena dinámica de crecimiento hasta la fecha, lo que le ha llevado a revisar al alza su previsión de crecimiento para la economía española hasta el 2,5%.

El crecimiento del PIB español mantiene un notable ritmo de avance. Durante el 1T 2025, el PIB creció un 0,6% intertrimestral, un ritmo de crecimiento 1 décima inferior al del trimestre anterior. De este modo, la economía española se sigue mostrando resiliente en un entorno cada vez más desfavorable. El desglose por componentes muestra un sólido patrón de crecimiento, con una aportación de la demanda interna de 0,4 p. p. al crecimiento del PIB trimestral y de 0,2 p. p. de la demanda externa tras dos trimestres de contribuciones negativas. Por el lado de la demanda interna, destacó el avance del 1,1% intertrimestral de la inversión pese al contexto de mayor incertidumbre, mientras que el consumo privado creció un 0,4% intertrimestral. Por el lado de la demanda externa, las exportaciones crecieron a mayor ritmo que las importaciones, impulsadas por las exportaciones de los servicios no turísticos. El dato de PIB del 1T está en consonancia con nuestras previsiones, que ya incorporaban una leve desaceleración derivada del aumento de la incertidumbre a causa de las tensiones comerciales.

Se mantiene la brecha entre los servicios y la industria. Los principales indicadores de actividad siguen marcados por una brecha entre el sector servicios y el manufacturero, más afectado por las tensiones comerciales. Por un lado, el índice PMI para el sector servicios se situó en los 54,7 puntos en abril, un registro por encima del umbral que indica crecimiento en el sector (50 puntos), aunque algo inferior a los 56,2 puntos del mes anterior. Por otro lado, el índice PMI para el sector manufacturero volvió a sufrir un retroceso al marcar 48,1 puntos, manteniéndose por debajo del umbral de los 50 puntos por segundo mes consecutivo. Las empresas encuestadas señalan el impacto derivado de las políticas arancelarias estadounidenses como uno de los factores que subyacen al deterioro. Finalmente, el consumo se mantuvo robusto en abril al crecer un 3,9% interanual, según datos del [monitor de consumo de CaixaBank Research](#). Sin embargo, el dato está ligeramente sesgado al alza por la Semana Santa, que este año tuvo lugar en abril y el año pasado en marzo. De todas formas, si tomamos como referencia el crecimiento promedio de los últimos dos meses, el creci-

España: PIB y sus componentes

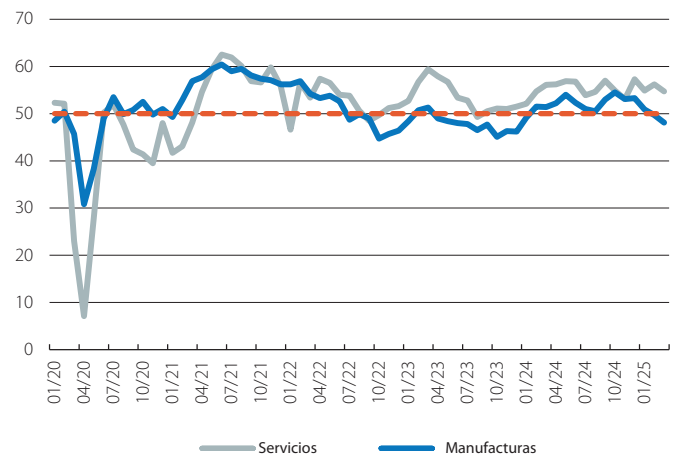
Variación intertrimestral en el 1T 2025 (%)



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

España: PMI

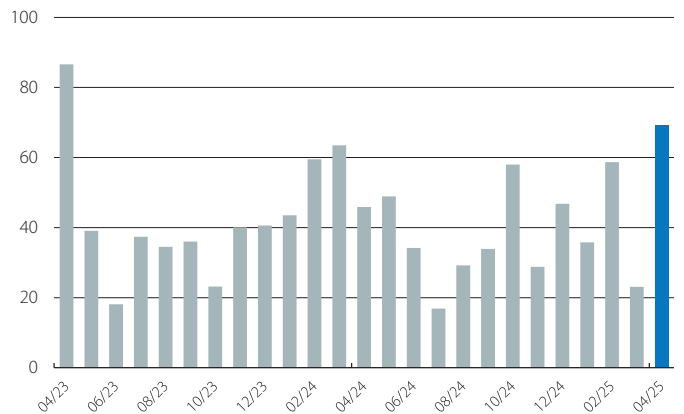
Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles de personas)



Nota: * Serie corregida de estacionalidad.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

miento se sitúa en el 3,6%, un ritmo de crecimiento algo superior al del 1T.

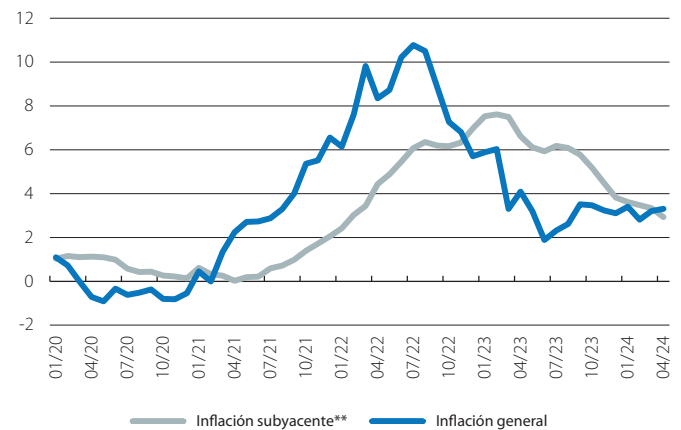
La creación de empleo gana tracción. En abril, el mercado laboral dio una sorpresa positiva al aumentar los afiliados a la Seguridad Social en 230.993 trabajadores (1,1% en tasa mensual), un incremento superior a los 174.000 afiliados de promedio en los meses de abril del periodo 2014-2019 y a los 200.000 del año pasado, si bien la Semana Santa ha tenido lugar en abril este año. Con este último dato, la cifra total de afiliados asciende a 21.588.639 trabajadores, nueva cifra récord, y 487.134 más que hace un año. La tasa de temporalidad se estabilizó en mínimos históricos: del total de afiliados al Régimen General, el 11,8% eran temporales, la misma tasa por tercer mes consecutivo y 0,8 p. p. menos que hace un año.

La inflación prosigue con su tendencia a la baja gracias a la energía. En abril, la inflación general retomó su tendencia a la baja al caer 1 décima hasta el 2,2%, según el indicador adelantado publicado por el INE. Este supuso el segundo descenso después del repunte inflacionista que tuvo lugar entre los meses de septiembre y febrero, y respondió principalmente a la caída de los precios de la electricidad y de los carburantes. Sin embargo, la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos no elaborados, repuntó 4 décimas hasta el 2,4%. Esta subida podría responder a la Semana Santa, que este año tuvo lugar en abril (mientras que en 2024 fue en marzo), y en este periodo normalmente se produce un repunte puntual del precio de los servicios turísticos.

El déficit comercial siguió en aumento en febrero. El sector exterior acusa un ligero empeoramiento en un entorno marcado aún por la debilidad de la eurozona y por la incertidumbre respecto a la política comercial. Así, en febrero el déficit comercial ascendió a -3.959 millones de euros frente a los -2.233 millones de febrero del año pasado, impulsado por unas importaciones que avanzaron un 3,5% interanual, mientras que las exportaciones apenas lo hicieron un 0,4%. Estas últimas se vieron lastradas por el retroceso en el sector energético y automovilístico, especialmente hacia Francia, Alemania, Italia y Reino Unido. El aumento del déficit comercial contrasta con el superávit en la exportación de servicios del 6,7% del PIB (acumulado de 12 meses), impulsada principalmente por los buenos datos de exportaciones turísticas.

La actividad residencial en España marca el mejor inicio de año desde 2007. En febrero, las compraventas de vivienda crecieron un 13,9% interanual, un crecimiento 2,9 p. p. superior al de enero. Este crecimiento responde a un aumento generalizado de la actividad tanto en vivienda nueva como de la usada, que aumentaron un 22% y un 12% interanual, respectivamente. De este modo, en los dos primeros meses del año se han cerrado 120.300 transacciones, el mayor volumen de actividad en dicho periodo desde 2007. Por regiones y en el acumulado del año, los mayores incrementos se registraron en Asturias, La Rioja y Castilla-La Mancha, con crecimientos superiores al 20% interanual. Andalucía fue el único de los grandes mercados donde las compraventas crecieron por encima de la media.

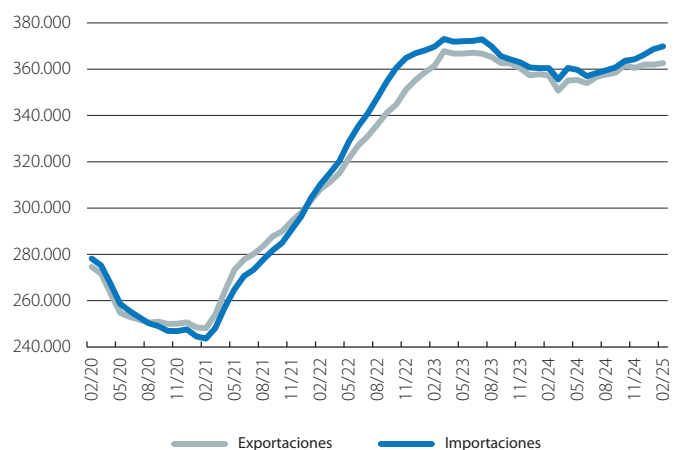
España: inflación general y subyacente* Variación (%)



Notas: *Los datos de abril son preliminares. **La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.

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

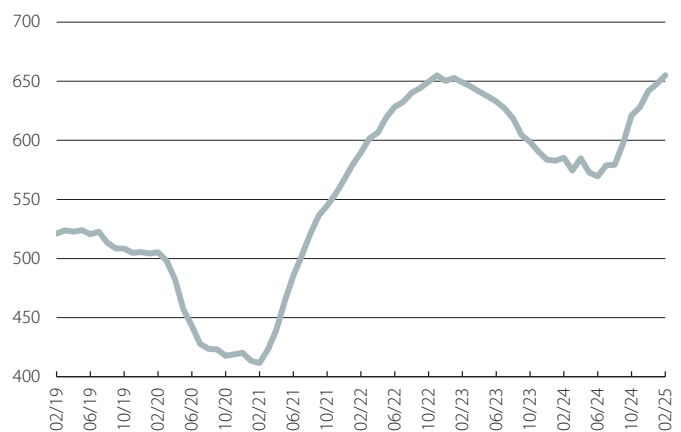
España: comercio exterior de bienes* Datos acumulados de 12 meses (millones de euros)



Notas: *Datos nominales, serie sin desestacionalizar. Sin incluir energía.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.

España: compraventa de viviendas Datos acumulados de 12 meses (miles de viviendas)



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

La solidez financiera de las empresas españolas se refuerza

En 2024, las empresas españolas experimentaron un menor crecimiento de sus ingresos, aunque pudieron seguir mejorando su situación patrimonial y financiera. Esto se vio reflejado en su capacidad de financiación, en un proceso de desapalancamiento sostenido y en el aumento de sus activos financieros. Sin embargo, a pesar de esta posición favorable, el impulso del dinamismo de la economía española y la mejora de las condiciones de financiación, la inversión empresarial se mantuvo débil en el conjunto del año.

En 2024, la renta disponible de las empresas (equivalente al ahorro)¹ se redujo por segundo año consecutivo, y lo hizo con intensidad, un 6,1%, el mayor retroceso desde 2011, si excluimos el año de la pandemia. Este deterioro se produjo en un entorno de caída del beneficio (excedente bruto de explotación, EBE), de un 2,4%, y aumento de las rentas netas de la propiedad pagadas, de un 11,0%, un ritmo elevado pero muy inferior al del año anterior (37,6%), que se debió, sobre todo, al aumento del pago neto de dividendos (6,9%). En el caso del pago neto de intereses, crecieron un 16,5%, si bien mostraron una tendencia de amortiguación a lo largo del año, en línea con la relajación de la política monetaria. De hecho, en el 4T 2024, el pago de intereses, antes de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI), cayó un 3,0% interanual, en contraste con el aumento superior al 40% en la primera mitad del año. Por su parte, el pago de impuestos prácticamente se estancó (apenas creció un 0,2%). De este modo, el pasado año el ahorro de las empresas se situó en 204.936 millones de euros, el 12,9% del PIB (véase el primer gráfico).

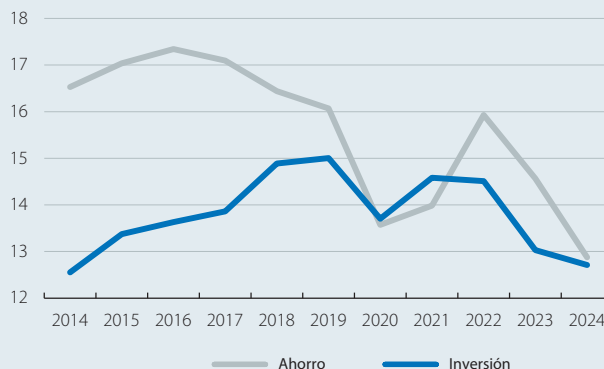
La inversión empresarial anotó un crecimiento del 3,6% respecto al año anterior, un avance inferior al del PIB nominal (6,2%), de modo que la inversión en términos de PIB se redujo 3 décimas hasta el 12,7% y se mantiene por debajo del periodo prepandemia (13,9% en promedio en el periodo 2014-2019).² En consecuencia, el pasado año las empresas generaron capacidad de financiación, en concreto 14.240 millones de euros (0,9% del PIB). Si bien esto es algo habitual desde 2009, la cifra es inferior a la de 2023, que se situó en el 2,0% del PIB, o al promedio de 2014-2019, del 3,2%.

1. Valor añadido bruto de las empresas descontados la remuneración de los asalariados, el pago de impuestos y el saldo neto de rentas, que incluye intereses y dividendos repartidos.

2. En términos reales (utilizando el deflactor de la inversión en bienes de equipo), el crecimiento en 2024 fue del 2,3% y se sitúa un 11,7% por debajo del máximo alcanzado en 2019. La inversión de las empresas está mostrando una debilidad mayor de la que cabría esperar en un contexto de caída del coste de la deuda, derivada del descenso de los tipos de interés, y de mejora de su posición patrimonial; los obstáculos a la inversión son otros, entre los que destacan la incertidumbre, la subcontratación de los procesos productivos o la regulación empresarial. Véase Banco de España (2025), «Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas», 2.º semestre de 2024, y «La debilidad de la inversión empresarial en España tras la pandemia: un análisis basado en la EBAE», Boletín Económico 2025/T1.

España: ahorro e inversión de las empresas no financieras

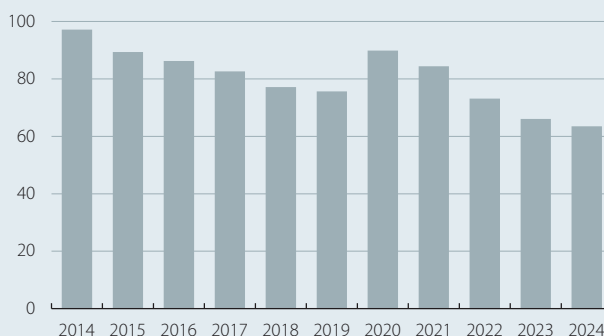
(% del PIB)



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

España: deuda consolidada de las empresas no financieras

(% del PIB)

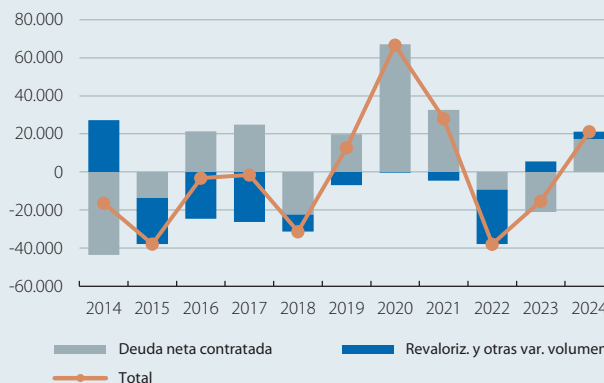


Nota: Deuda materializada en valores representativos de deuda y en préstamos, excluida la deuda frente a otras empresas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

España: variación de la deuda consolidada de las empresas no financieras

(Millones de euros)



Nota: Deuda materializada en préstamos y valores representativos de deuda, excluida la deuda frente a otras empresas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

Esta capacidad de financiación generada por el sector empresarial el pasado año se destinó a la adquisición de activos financieros, para lo que, además, incrementaron su endeudamiento (en términos de volumen): en un momento en que los tipos de interés empezaron a bajar, las empresas se vieron con capacidad de endeudarse de nuevo. En este sentido, la deuda consolidada (sin la deuda entre empresas) aumentó en 2024 por vez primera en tres años en 21.190 millones de euros (un 1,2%), hasta un total de 1,01 billones. En todo caso, dado que el PIB nominal creció con mayor intensidad, el año pasado se prolongó el desapalancamiento empresarial (véase el segundo gráfico), entendido como la reducción de la ratio de deuda sobre el PIB: dicha ratio se redujo 2,5 puntos hasta el 63,5%, la más baja desde 2001, muy lejos del máximo alcanzado en 2009 (119,0%) e inferior al conjunto de la eurozona (67,3%). Si medimos la deuda total sin consolidar, se superaron ligeramente los 1,32 billones de euros, que representan el 83,2% del PIB, también muy por debajo de la eurozona (105,6%).

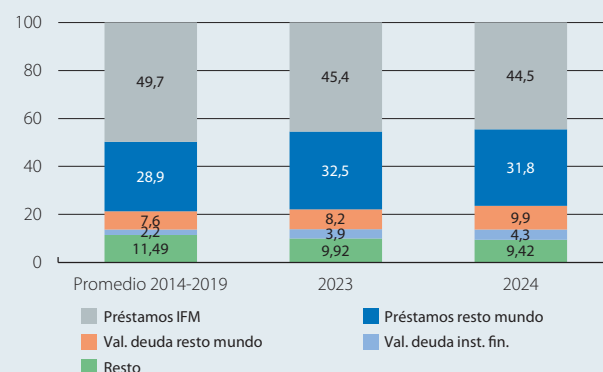
El aumento del saldo de deuda (los 21.190 millones de euros comentados anteriormente) se corresponde con una deuda neta contraída de 17.314 millones (el resto son revalorizaciones y otras variaciones en volumen), materializada mayoritariamente en valores de renta fija (13.401 millones), mientras que la contratación neta de préstamos también fue positiva pero algo menor (3.913 millones). En todo caso, los préstamos bancarios –contratados con instituciones financieras monetarias, IFM– continúan perdiendo protagonismo en la financiación de las empresas: si entre los años 2014 y 2019 representaban, en promedio, casi la mitad de la deuda consolidada total, en 2024 dicha participación se situó en el 44,5% (véase el cuarto gráfico). En cambio, ganan peso los préstamos concedidos por no residentes y, sobre todo, la emisión de renta fija.

Por el lado de los activos financieros de las empresas, aumentaron con fuerza el pasado año, en 174.665 millones de euros (un 5,7%) hasta un total de 3,25 billones (véase el quinto gráfico): se trata de un incremento que supera ampliamente la cifra de 2023 (126.233 millones) y la del promedio de 2014-2019 (99.958 millones). Este aumento del saldo de activos se explica tanto por la revalorización de estos (94.296 millones), sobre todo de acciones y fondos de inversión (FI), gracias al buen desempeño de los principales índices bursátiles, como a la adquisición neta de activos (82.944 millones). Esta inversión financiera de las empresas se centró en créditos comerciales, efectivo y depósitos y acciones y FI; en cambio, desinvertieron ligeramente en títulos de renta fija.

En cuanto a la estructura de la riqueza financiera de las empresas, sigue dominada por las participaciones en el capital de otras empresas y FI, con el 54,7% del total, un peso ligeramente superior al del promedio de 2014-2019 (54,4%). También aumentan su peso el efectivo y los depósitos, mientras que lo pierden los préstamos y otros activos, como créditos comerciales.

En definitiva, las sociedades no financieras afrontan un contexto marcado por una creciente incertidumbre y riesgos al alza en el escenario con una posición financiera sóli-

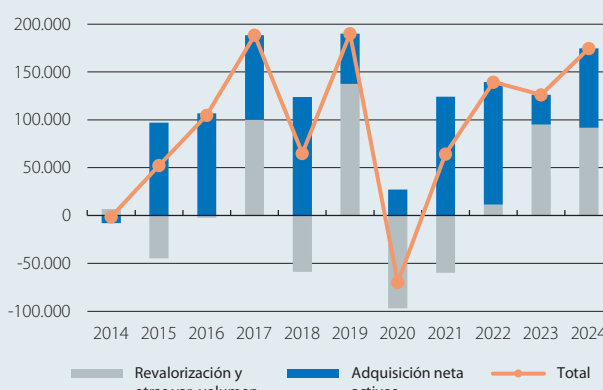
España: estructura de la deuda consolidada de las empresas no financieras (% sobre el total)



Nota: Excluida la deuda frente a otras empresas.

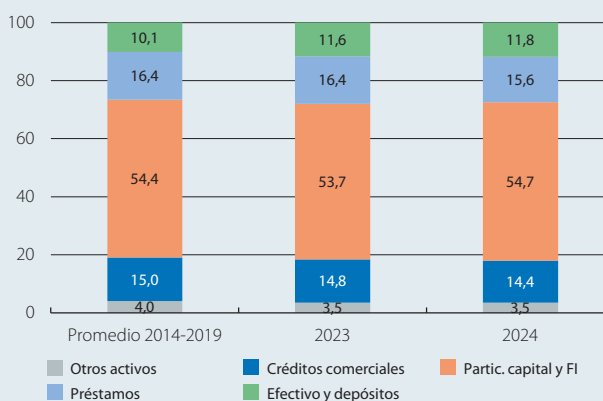
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

España: variación de los activos financieros de las empresas no financieras (Millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

España: estructura de la riqueza financiera de las empresas no financieras (% sobre el total)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

da. Esta solidez, añadida a una inflación en senda descendente, unas condiciones de financiación que seguirán siendo favorables y el impulso de los fondos NGEU deberían actuar de palancas para un comportamiento más vigoroso de la inversión.

Sergio Díaz Valverde

¿Por qué ha crecido tanto el consumo público en los últimos años?

El gasto en consumo final de las Administraciones públicas (AA. PP.) o consumo público, a partir de ahora, ha experimentado un importante crecimiento en los últimos años. Tal y como se muestra en el primer gráfico, su peso sobre el PIB pasó del 18,7%, en el promedio entre 2015 y 2019, hasta alcanzar el 21,7% en 2020, año de la COVID-19. El fuerte aumento del peso se explica por el apoyo de las AA. PP. a la economía durante aquel año, pero también por el desplome del PIB. A partir de 2021, el peso se ha ido moderando, gracias a la fuerte recuperación del PIB en el periodo, pero en 2024 se sitúa en el 19,4%, 0,7 p. p. por encima del peso prepandemia. Antes de entrar en el análisis de las dinámicas recientes del consumo público, esclarecemos qué hay detrás de este concepto.

¿Qué es el consumo público?

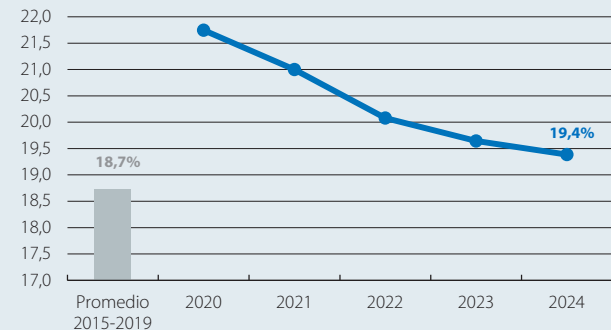
El consumo público es el valor de todos aquellos bienes y servicios destinados al consumo, que las AA. PP. suministran a los hogares, e incluye aquellos bienes y servicios que las propias AA. PP. producen, así como las que adquieren en el mercado, como los servicios de educación, salud, cultura o defensa.¹ Dado que la producción de estos bienes y servicios se suministra a los hogares de manera gratuita, o a precios por debajo del de mercado, la valoración de esta producción se suele hacer a partir de la suma de los costes de producción e incluyen la remuneración de los asalariados y los consumos intermedios, entre otros.

Es importante destacar que el consumo público no es equivalente al gasto público. Hay partidas del gasto público que no entran en la definición del consumo público y viceversa. Por ejemplo, las transferencias que hace el sector público a los hogares, como el gasto en pensiones, las prestaciones por desempleo o el gasto en intereses de la deuda pública no entran dentro del perímetro del consumo público. Asimismo, la inversión pública, al no ser consumo, tampoco entra en el perímetro, entre otros. En contraposición, el gasto en consumo de capital fijo, que representa la depreciación de los activos fijos de las AA. PP. y constituye un coste de producción, al ser un concepto contable que no supone un desembolso de dinero, se incorpora dentro del consumo público, pero no dentro del gasto público.²

¿Cómo ha evolucionado recientemente el consumo público?

El segundo gráfico muestra la variación anual del consumo público nominal desde 2014, así como la contribución a su crecimiento de cada uno de sus componentes. Hay varios

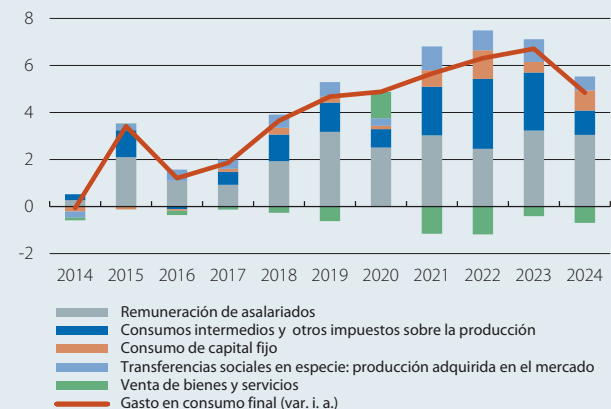
España: peso del gasto en consumo final nominal de las AA. PP. sobre el PIB nominal (%)



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

España: desglose del gasto en consumo final nominal de las AA. PP.

Contribución (p. p.) y variación anual (%)



Nota: Los consumos intermedios consisten en los bienes y servicios consumidos como insumos en un proceso productivo, excluidos los activos fijos, cuyo consumo se registra como consumo de capital fijo. En el proceso de producción, los bienes y servicios se transforman o consumen completamente.

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

puntos a destacar. En primer lugar, el consumo público siguió creciendo en 2020, a pesar de que el PIB nominal se desplomó un 9,9% aquel mismo año, y ello explica el fuerte repunte del peso del consumo público sobre el PIB en aquel año que comentábamos al principio del artículo.

En segundo lugar, podemos ver cómo entre 2021 y 2023, la aceleración en el crecimiento del consumo público se explica, principalmente, por la mayor contribución de los consumos intermedios.³ Así, mientras que la contribución promedio de los consumos intermedios al crecimiento anual del consumo público entre 2015 y 2019 fue de 0,8 p. p., entre 2021 y 2023 fue de 2,5 p. p. Asimismo, podemos ver cómo la contribución de la remuneración de los asalariados se ha mantenido bastante estable en todo el periodo.

1. A este valor, hay que restarle el valor de los bienes y servicios que las AA. PP. producen y venden.

2. Para más detalle, véase Losada, R. «¿A qué nos referimos al hablar de Consumo público?», AIREF (2017).

3. En pos de la brevedad, hemos juntado los consumos intermedios con los otros impuestos sobre la producción, pero la contribución de la categoría de impuestos a la producción es ínfima y se puede obviar.

do entre 2021 y 2024 con respecto a 2019. Finalmente, en 2024 vemos una moderación sustancial del crecimiento del consumo público que se debe a una normalización de la contribución de los consumos intermedios.

Para indagar un poco más acerca de qué hay detrás del mayor crecimiento de los consumos intermedios, hay que dirigirse a la llamada Clasificación Funcional del Gasto de las Administraciones Públicas (COFOG, por sus siglas en inglés). Esta clasificación desglosa el gasto público en 10 categorías funcionales y permite hacer el seguimiento del motivo al cual se destina cada gasto.^{4,5} De este modo, podemos ver el destino del gasto en consumos intermedios.

En el tercer gráfico, presentamos la contribución al crecimiento del gasto en consumos intermedios de cada una de las 10 categorías COFOG entre el periodo 2015-2019 y entre el periodo 2019-2023.^{6,7} Si un punto se sitúa por encima de la línea de 45 grados (en color rojo), quiere decir que la contribución de aquella categoría al crecimiento del gasto en consumos intermedios en el periodo 2019-2023 fue superior a la del 2015-2019.

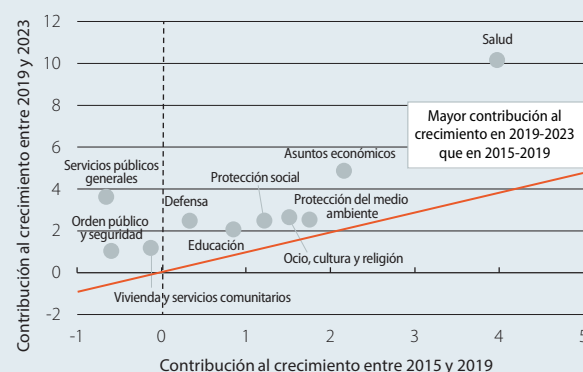
Todas las categorías presentaron entre 2019 y 2023 una contribución al crecimiento mayor que la que realizaron entre 2015 y 2019. Esto no es una sorpresa, dado que el crecimiento acumulado del gasto en consumos intermedios entre 2019 y 2023 fue muy superior al de 2015-2019, del 33,2% frente al 10,4%, respectivamente, 22,8 puntos más.

Más interesante es fijarse en la distancia de cada categoría respecto a la línea de 45 grados. Esta distancia nos indica cuánto más ha contribuido esta categoría en el periodo 2019-2023 frente al 2015-2019. Según esta métrica, destacan, en orden de importancia, tres partidas: Salud, Servicios públicos generales y Asuntos económicos. Dicho de otra manera, si en 2019-2023 el gasto en consumos intermedios creció 22,8 p. p. más que en 2015-2019, de estos 22,8 p. p., 13,2 p. p., casi el 60%, lo explican estas tres partidas.

La clasificación COFOG nos permite ver más detalle dentro de cada una de las 10 categorías y nos permite intuir que, probablemente, tanto la pandemia como la subida de tipos de interés que tuvo lugar en 2022 y 2023 explican parte de los aumentos de gasto. Así, el mayor crecimiento dentro de la categoría de Salud se debe a un mayor gasto en Servicios hospitalarios, Servicios ambulatorios y Servicios de salud pública. Estas categorías incluyen el coste de los servicios ofrecidos a los pacientes en ambulatorios y

España: desglose por clasificación COFOG del gasto nominal de las AA. PP. en consumos intermedios

(p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE.

hospitales además del coste de los productos usados para ofrecer estos servicios, tales como el coste de los medicamentos suministrados o el coste del equipamiento médico. En este sentido, se constata que tras la pandemia se ha consolidado el aumento del gasto en salud.

Dentro de la categoría de Servicios públicos generales, destacan Operaciones de deuda pública, una partida afectada, de manera indirecta, por el aumento de los tipos de interés, y en menor medida, Servicios generales.⁸ La partida de Servicios generales incluye servicios que no están adscritos a una función específica, y que típicamente se realizan en oficinas de administración de las distintas ramas del Estado. Finalmente, dentro de la categoría de Asuntos económicos, destaca, sobre todo, Transporte, y en menor medida, Agricultura, silvicultura, pesca y caza, y Otras actividades.⁹

Conclusiones

El crecimiento del consumo público en los últimos años ha venido impulsado principalmente por el aumento de los consumos intermedios, especialmente en las áreas de Salud, Servicios públicos generales y Asuntos económicos. Este incremento refleja tanto la consolidación de un mayor gasto sanitario tras la pandemia como la subida de los tipos de interés. En la medida que las presiones sobre estas partidas, sobre todo la ligada con los tipos de interés, aminoren en los próximos trimestres, prevemos que el ritmo de crecimiento del consumo público siga la trayectoria de moderación que ya hemos empezado a observar en 2024.

Oriol Carreras Baquer

4. Las 10 categorías son las siguientes: Servicios públicos generales, Defensa, Orden público y seguridad, Asuntos económicos, Protección del medio ambiente, Vivienda y servicios comunitarios, Salud, Ocio, cultura y religión, Educación y Protección social.

5. La clasificación COFOG, permite también desglosar las 10 categorías funcionales de gasto en un mayor nivel de detalle.

6. Alcanzamos hasta 2023 al ser este el último dato disponible.

7. Nos centramos en las contribuciones, y no en las variaciones porcentuales, para evitar confusiones debido a que hay partidas con montos muy pequeños que pueden presentar variaciones porcentuales muy elevadas ante pequeñas variaciones de gasto en términos absolutos.

8. Los pagos de intereses no forman parte del consumo público, pero la categoría de Operaciones de deuda pública incluye, dentro del gasto de consumos intermedios, los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

9. La categoría de Transporte incluye toda la gestión, construcción y mantenimiento de los sistemas de transporte por carretera (autopistas, carreteras, etc.), por ferrocarril, por vía marítima y aérea (incluyendo la gestión de los aeropuertos), además de la regulación y supervisión de estos sistemas.

Evaluación de la AIReF a la reforma de las pensiones: primer *match ball* salvado, pero grandes retos en el horizonte

A finales de marzo, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) publicó su estimación, tal y como era su mandato, del impacto, en el promedio 2022-2050, de las nuevas medidas de ingresos para financiar las pensiones asociadas a las reformas de pensiones y otras medidas económicas tomadas desde 2020.¹ Esta estimación era lo único que faltaba para dilucidar si se cumple la regla de gasto que el Gobierno acordó con la Comisión Europea en el marco del Plan de Recuperación y que sirve para resolver si hay que tomar medidas adicionales a corto plazo. El resultado de la evaluación es que España cumple con dicha regla de gasto, por lo que no hay que tomar medidas de ajuste adicional en 2025, por defecto, aumentos de las cotizaciones sociales (estas revisiones son trianuales, la próxima toca en 2028). Además de evaluar la regla de gasto, la AIReF ha realizado un ejercicio separado de sostenibilidad de las cuentas públicas del que se derivan conclusiones menos optimistas.² Este ejercicio es necesario, dado que tal y como explica la AIReF, cumplir la regla de gasto no implica que el sistema de pensiones no esté sujeto a presiones que se deberán gestionar.

Regla de gasto: funcionamiento y por qué no es condición suficiente para la sostenibilidad

El Gobierno se comprometió con la Comisión Europea, en el marco del Plan de Recuperación, a que el gasto bruto promedio en pensiones en 2022-2050 (contributivas y no contributivas) no superaría el 13,3% del PIB más la aportación promedio de las medidas que tomó para aumentar los ingresos en las reformas de 2020-2023. La regla de gasto de las pensiones contemplaba que la AIReF diese una estimación definitiva en marzo de 2025 de la aportación prevista de las medidas de ingresos. La AIReF ha cuantificado el impacto de las nuevas medidas de ingresos en el periodo 2022-2050 en un 1,4% del PIB. Las nuevas medidas de ingresos consideradas son el aumento de cotizaciones vía el Mecanismo de Equidad Intergeneracional (MEI), la evolución de las bases máximas de cotización, la cotización adicional de solidaridad, la reforma del Régimen Especial de Trabajadores Autónomos (RETA), la parte de transferencias del Estado a la Seguridad Social (S. S.) que supone un aumento permanente de los ingresos (básicamente las destinadas a cubrir la reducción de ingresos por cotizaciones derivadas de medidas como subvenciones o bonificaciones a ciertos colectivos) y el

España: impacto medio anual de las medidas adoptadas a partir de 2020 para fortalecer los ingresos del sistema público de pensiones en el periodo 2022-2050 (en % del PIB)

	Impacto hasta la fecha	Impacto promedio 2022-2050
Variación ingresos	0,8	1,4
Mecanismo de equidad intergeneracional	0,2	0,4
Evolución de las bases máximas de cotización	0,2	0,3
Cotización adicional de solidaridad	—	0,1
Reforma de las cotizaciones de trabajadores autónomos	—	0,2
Transferencias	0,2	0,3
Incrementos del salario mínimo interprofesional	0,1	0,1
Reforma laboral	—	—

Fuente: AIReF.

España: supuestos macroeconómicos subyacentes de las proyecciones del gasto en pensiones

	AIReF 2025	AR24
Crecimiento del PIB real 2025-2050	1,3%	1,2%
Crecimiento de la productividad por hora trabajada 2025-2050	1,1%	1,3%
Crecimiento del empleo (horas) 2025-2050	0,2%	-0,1%
Flujos migratorios netos 2025-2050	264.000	227.000
Tasa de participación 2025-2050*	66%	69%
Tasa de paro 2025-2050**	9,3%	9,1%

Notas: *La tasa de participación de AIReF no es comparable con la del AR24 dado que es entre un rango entre 16 y 74 años, mientras que la del AR24 es de entre 20 y 74 años.

** La tasa de paro de AIReF es de entre 16 y 74 años y la del AR24, de entre 20 y 74 años.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos y proyecciones del Informe sobre Envejecimiento 2024 (Comisión Europea) y los documentos técnicos de AIReF.

impacto permanente o estructural sobre los ingresos del sistema de los incrementos del salario mínimo interprofesional y de las medidas laborales.

La regla de gasto implica pues que los 1,4 puntos de nuevos ingresos permitirían un gasto en pensiones del 14,7% del PIB en 2022-2050 (13,3%+1,4%). Esa cifra debe compararse con el 14,6% del PIB, que es la estimación de gasto bruto en pensiones referencia en el promedio 2022-2050 del Informe sobre Envejecimiento 24 (Ageing Report 2024 o AR24) de la Comisión Europea. Así las cosas, no hace falta tomar medidas adicionales a corto plazo. La regla parece compleja, pero en realidad es muy intuitiva: el 13,3% es un

1. Véase el «Informe de evaluación de la regla de gasto de pensiones», publicado por la AIReF el 31 de marzo de 2025.

2. Véase la segunda «Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático», publicada por la AIReF el 31 de marzo de 2025.

registro muy similar al gasto en pensiones en porcentaje del PIB de 2022, cuando se acordó el mecanismo (con las actualizaciones del PIB ha resultado ser finalmente del 12,7%). A partir de ahí, la regla dice: si quieres aumentar el gasto respecto a los niveles actuales en porcentaje del PIB, lo tienes que compensar con medidas de ingresos de una cuantía similar para que el déficit del sistema de pensiones no aumente.

Esta regla fue el resultado de una compleja negociación política y es la forma que se acordó para decidir si hay que tomar medidas de ajuste inmediatas. Sin embargo, no se trata de una regla a partir de la cual se pueda determinar la sostenibilidad del conjunto del sistema a largo plazo. Lo que sí hace es garantizar un techo al gasto que puede contribuir a la sostenibilidad del sistema. Pero la regla no permite concluir que el sistema contará con suficientes ingresos para financiar un gasto promedio en pensiones del 14,6% en 2022-2050, o, lo que es lo mismo, un gasto que irá creciendo según esta estimación hasta el 16,1% del PIB en 2050 (en 2022, el 12,7% del PIB). Por eso la AIReF hace un segundo ejercicio, analizado en la segunda parte de este artículo, sobre la sostenibilidad del conjunto del sistema, es decir, sobre si los ingresos del sistema evolucionarán de tal manera que permitirán financiar la proyección del gasto en pensiones.

El escenario macro subyacente para la regla de gasto es del AR24 de hace un año, con los datos actualizados de PIB de 2022-2023, pero no incorpora los datos demográficos favorables de los últimos dos años por las sorpresas al alza en la inmigración neta durante los años 2022 y 2023, así como los cambios metodológicos en las estadísticas de base que miden los fenómenos demográficos. En concreto, los supuestos básicos del AR24 son: crecimiento de la población de 1,8 millones entre 2025 y 2050, crecimiento promedio de la productividad del 1,3% en 2025-2050 y crecimiento del PIB real del 1,2% en 2025-2050.

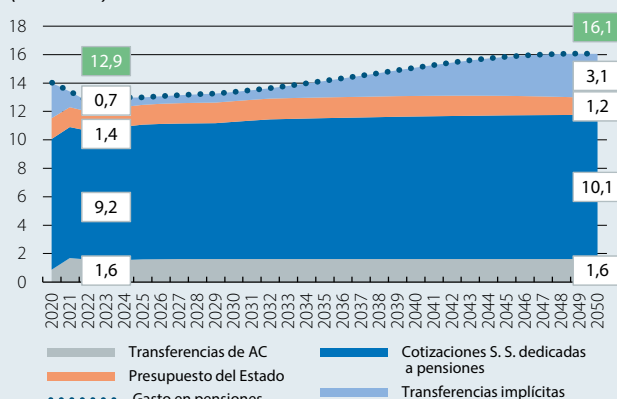
Análisis de sostenibilidad de las finanzas públicas

La clave es que la AIReF señala que cumplir la regla de gasto no implica que el sistema de pensiones no esté sujeto a presiones adicionales que se deberán gestionar. Para analizar la sostenibilidad del sistema de pensiones y del conjunto de Administraciones públicas (AA. PP.), la AIReF realiza un ejercicio propiamente de sostenibilidad según sus propias proyecciones macroeconómicas y demográficas en lugar de las proyecciones del AR24.

En concreto, incorpora los datos demográficos más recientes, pero su escenario macro es a grandes rasgos bastante similar al del AR24. La AIReF estima un crecimiento de la población de 3,0 millones entre 2025 y 2050, crecimiento anual promedio de la productividad del 1,1% en 2025-2050 (es menor que en el AR24 por un mayor crecimiento de las horas trabajadas) y crecimiento anual promedio del PIB real del 1,3% en 2025-2050. Se trata, al igual que el del

España: evolución prevista del gasto en pensiones e ingresos para financiarlo

(% del PIB)



Fuente: AIReF.

AR24, de un escenario macroeconómico razonable y consistente con las estimaciones de crecimiento del PIB español a medio plazo de la mayoría de los organismos de análisis económico, que lo sitúan generalmente algo por encima del 1%.

La principal conclusión que se deriva en relación con el sistema de pensiones es que estiman que el gasto en pensiones subirá en 3,4 puntos entre 2022 y 2050 (hasta el 16,1% del PIB en 2050), pero los ingresos por cotizaciones sociales solo aumentarán en 1 punto. Por tanto, será necesario aumentar en 2,4 puntos de PIB los ingresos vía transferencias del Estado a la S. S. para financiar el mayor gasto en pensiones. Para entender bien el cálculo y tener la fotografía completa (véase el gráfico), cabe recordar que, en 2022, el gasto público en pensiones se situó en el 12,7% del PIB, gasto que se financió con un 9,1% del PIB en cotizaciones sociales dedicadas a las pensiones contributivas y con un 3,6% del PIB en transferencias a la S. S. (un 1,6% del PIB de transferencias del Estado para financiar pensiones contributivas y no contributivas, un 1,4% vía los Presupuestos Generales del Estado para las pensiones de las clases pasivas y un 0,7%, las llamadas «transferencias implícitas», con ingresos de la Administración central u otros Fondos de la S. S.).³ Hasta 2050, el gasto público en pensiones subirá 3,4 puntos hasta alcanzar el 16,1% del PIB. Se estima que las cotizaciones subirían 1 punto hasta el 10,1% del PIB, por lo que el 6% restante tendría que venir, en 2050, de transferencias a la S. S.⁴ En consecuencia, para financiar el aumen-

3. Los Fondos de la Seguridad Social en términos de contabilidad nacional están compuestos por el Sistema de Seguridad Social, el SEPE y el FOGASA.

4. Más en detalle, estiman que las transferencias del Estado para financiar pensiones contributivas y no contributivas se mantendrían en el 1,6% del PIB y la asignación para clases pasivas se reduciría ligeramente en porcentaje del PIB. En consecuencia, para financiar el aumento del gasto en pensiones esperado, las transferencias implícitas de la Administración central o del resto de los Fondos de la Seguridad Social deberían aumentar unos 2,4 puntos.

to del gasto en pensiones esperado, estas transferencias deberían aumentar en 2,4 puntos.

Para completar el análisis, la AIReF presenta una proyección ilustrativa de cómo evolucionaría el déficit y la deuda públicos si no hubiera cambios en las políticas económicas. Cabe recordar que al aumento del gasto en pensiones se suman otras presiones sobre el gasto público. En los próximos años, en defensa. Y, a más largo plazo, en sanidad y dependencia, cuyo gasto aumentaría según la AIReF en 2 puntos de PIB entre 2023 y 2050, alcanzando el 9,5% del PIB. Así, el gasto público si no se toman medidas aumentaría hasta 2050 en 5,3 puntos de PIB (del 44,7% del PIB al 51,0%) de los que 3,2 puntos serían atribuibles a pensiones y 2 puntos a sanidad y dependencia. En este escenario ilustrativo (no *policy change*), dado que se supone que no se adoptan medidas para reequilibrar las cuentas públicas, la AIReF estima que la deuda pública aumentaría hasta el 129% del PIB⁵ en 2050 (deuda actual: 101,8% del PIB) y el déficit al 7,0% del PIB en 2050 (déficit actual: 3,2% del PIB).

En suma, la AIReF con su estimación de nuevos ingresos ha dictaminado que no se incumple la regla de gasto en pensiones acordada con la Comisión Europea, si bien señala que cumplirla no garantiza la sostenibilidad del sistema de pensiones ni del conjunto de AA. PP. En particular, alerta que será necesario aumentar las transferencias del Estado a la S. S. en 2,4 p. p. del PIB para sostener el sistema entre ahora y 2050.

Javier García-Arenas

5. El 129% es el punto central, pero podría ir del 116% del PIB, si el PIB crece 1 décima más en promedio entre 2024 y 2050, hasta el 143%, si el PIB crece 1 décima menos en promedio entre 2024 y 2050.

Indicadores de actividad y empleo

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Industria									
Índice de producción industrial	-1,6	0,4	0,0	-0,2	1,2	...	-1,9	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,5	-4,9	-5,6	-2,9	-6,0	-5,4	-6,2	-5,5	-4,2
PMI de manufacturas (valor)	48,0	52,2	52,8	51,5	53,6	50,0	49,7	49,5	48,1
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,5	16,7	4,6	10,2	16,7	...	14,7	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-10,2	10,0	-10,0	-1,2	10,0	...	11,9	...	...
Precio de la vivienda	4,0	8,4	7,8	8,2	11,3	...	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	14,2	12,3	10,1	8,1	9,2	8,1	...
PMI de servicios (valor)	53,6	55,3	56,6	55,2	55,1	55,3	56,2	54,7	53,4
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,5	1,8	0,5	2,6	2,8	3,2	3,6	3,6	...
Matriculaciones de automóviles	16,7	7,2	8,5	1,7	14,4	14,0	10,5	23,2	7,1
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-19,2	...	-14,5	-13,7	...	...	...	...	...
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	3,1	2,2	2,0	1,8	2,2	2,4	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	12,2	11,3	11,3	11,2	10,6	11,4	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,2	2,3
PIB	2,7	3,2	3,3	3,3	3,3	2,8	...	...	...

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
General	3,5	2,8	3,5	2,2	2,4	2,7	3,0	2,3	2,2
Subyacente	6,0	2,9	3,0	2,6	2,5	2,2	2,2	2,0	2,4

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-4,9	-1,8	0,2	...	0,6	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-7,1	-3,1	0,1	...	1,4	...	...
Saldo corriente	39,8	48,1	45,1	48,3	48,1	...	44,6	...	...
Bienes y servicios	58,8	68,1	65,2	68,3	68,1	...	64,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-19,1	-20,0	-20,2	-20,0	-20,0	...	-20,1	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	56,0	66,6	61,2	65,7	66,6	...	63,0	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	0,3	5,1	5,2	4,3	5,1	4,5	5,3	4,5	...
A la vista y preaviso	-7,4	2,0	-1,9	-1,6	2,0	3,1	3,6	3,1	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	100,5	23,5	68,0	47,5	23,5	12,3	14,4	12,3	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	0,5	23,1	-4,1	14,8	23,1	24,2	24,6	24,2	...
TOTAL	0,3	6,3	4,5	5,1	6,3	5,8	6,6	5,8	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	-3,4	0,7	-1,3	-0,3	0,7	1,7	1,5	1,7	...
Empresas no financieras	-4,7	0,4	-1,8	-0,6	0,4	1,5	1,3	1,5	...
Hogares - viviendas	-3,2	0,3	-1,5	-0,7	0,3	1,4	1,1	1,4	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	2,3	0,7	1,2	2,3	3,1	3,0	3,1	...
Administraciones públicas	-3,5	-2,6	-2,7	-5,4	-2,6	-0,2	0,0	-0,2	...
TOTAL	-3,4	0,5	-1,4	-0,7	0,5	1,6	1,4	1,6	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,5	3,3	3,4	3,4	3,3	...	3,3	...	...

Notas: 1. Dato deflactado, excluye estaciones de servicio. 2. EPA. 3. Datos medios mensuales. 4. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 5. Depósitos públicos, excluidas las cesiones temporales (repo). 6. Dato fin de periodo.

Fuentes: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, Comisión Europea, Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y Banco de España.

Decepción con el PIB de Portugal del 1T

El PIB en el 1T 2025 sorprendió negativamente, con una caída del 0,5% intertrimestral según la estimación preliminar del INE de Portugal. Este retroceso se debe, en gran medida, a la corrección tras el fuerte crecimiento anotado en el trimestre anterior (un 1,4% intertrimestral) asociado a factores puntuales. En particular, el aumento de la renta disponible de las familias, debido a las modificaciones en el IRPF (con efectos retroactivos desde el inicio de 2024) y al pago del suplemento extraordinario a los pensionistas en octubre de 2024, impulsó notablemente el crecimiento del consumo privado en el último trimestre de 2024. Tomando conjuntamente los dos últimos trimestres (4T 2024 y 1T 2025), en términos medios, el crecimiento de la actividad se situó en un 0,45% por trimestre. En todo caso, el dato del 1T sorprendió negativamente y contrasta con los indicadores preliminares, que no sugerían contracción. Por el lado del consumo, destacan las ventas minoristas sin combustibles, que crecieron un 0,7% respecto al trimestre anterior, y las ventas de automóviles, que lo hicieron un 13% intertrimestral. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea, en el 1T, se situó en 104,4 puntos, presentando una tendencia descendente a lo largo del trimestre, pero siempre por encima del nivel de 100, indicativo de un tono expansivo. En cualquier caso, el mal dato del 1T 2025 introduce riesgos a la baja en la previsión de CaixaBank Research para el crecimiento del PIB portugués en el conjunto de 2025 (2,4%).

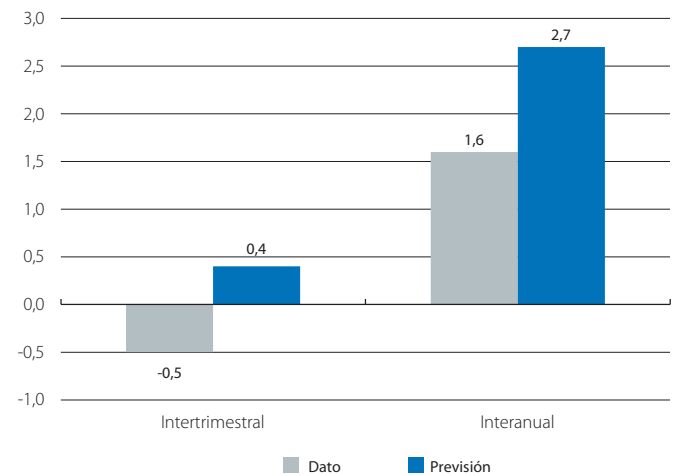
Diversos organismos revisan a la baja su previsión de crecimiento para la economía portuguesa en 2025. Así, el FMI, la Universidad Católica (NECEP) y el CFP revisaron en abril sus previsiones en -0,2/-0,3 décimas respecto a sus estimaciones anteriores. Aun así, las perspectivas continúan siendo positivas y estos tres organismos continúan esperando que la economía crezca en torno al 2% en 2025.

La inflación vuelve a situarse por encima del 2% en abril. El IPC general aumentó al 2,1% en abril y lo mismo ocurrió con la tasa subyacente (ambos desde el 1,9% registrado en marzo). Las variaciones mensuales del IPC subyacente y global (0,8% y 0,7%, respectivamente) volvieron a ser superiores a la media histórica prepandemia (0,5% en ambas). A pesar de que el precio del Brent ya ha descendido cerca del 25% interanual (a fecha de cierre de este informe), la contribución del componente energético para la desinflación aún es modesta y la inflación de los alimentos frescos este año se ha situado por encima del 2,5% en promedio.

El turismo crece modestamente en el 1T 2025. El número de turistas aumentó un 2,3% interanual, las pernoctaciones retrocedieron un 0,5% y los ingresos totales del sector avanzaron un 4,8%. Este comportamiento ha sido motivado por un efecto calendario asociado a las distintas fechas de la Semana Santa (este año en abril y el año pasado en marzo). Esperamos una ligera mejora en los próximos meses, apoyada en los que deben ser los principales motores del sector para este año: recuperación del poder adquisitivo de las familias, diversificación de mercados emisores y reducción de la estacionalidad.

Portugal: PIB real en el 1T 2025

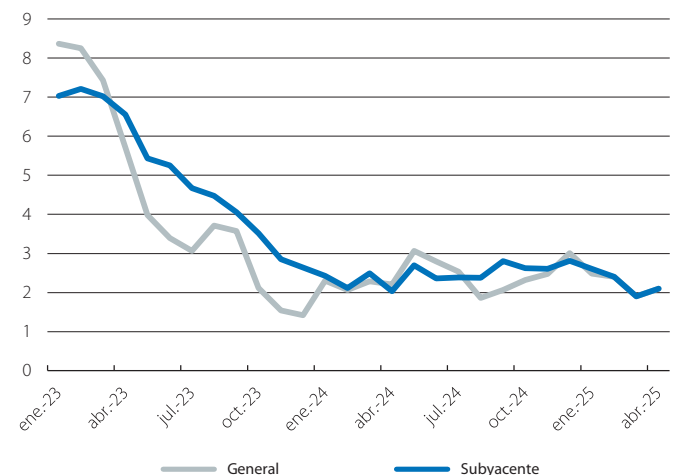
Tasa de variación (%)



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

Portugal: IPC

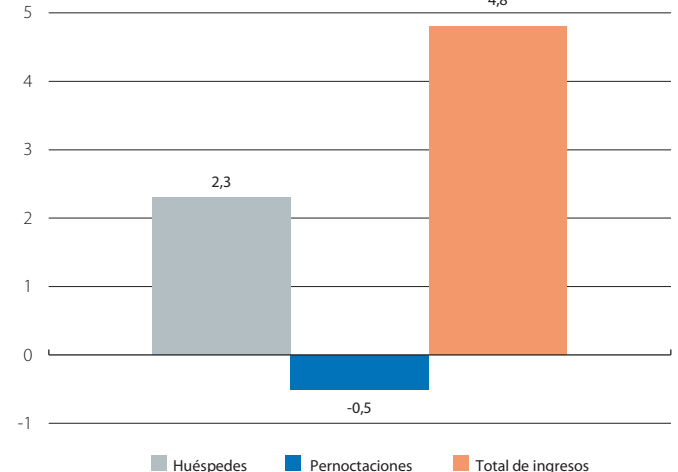
Variación interanual (%)



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

Portugal: turismo en el 1T 2025

Variación interanual (%)



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

Indicadores de actividad y empleo

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Índice coincidente de actividad	3,5	1,8	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9	2,0	...
Industria									
Índice de producción industrial	-3,1	0,8	1,9	-0,2	-0,4	-2,3	1,2	-5,5	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,4	-6,2	-6,7	-6,2	-3,9	-5,1	-5,2	-5,4	-5,2
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	7,5	6,0	9,7	13,1	22,2	...	14,2	...	...
Compraventa de viviendas	-18,7	14,5	10,4	19,4	32,5	...	...	...	...
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	9,1	8,5	6,8	8,5	13,2	15,2	16,0	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	9,5	7,8	6,3	...	5,8	...	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	7,6	5,5	4,3	-0,4	11,9	15,8	16,5	10,7	4,1
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,1	3,3	2,4	3,9	5,2	3,0	2,5	1,6	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,9	2,8	2,4	2,8	3,6	4,0	4,1	4,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-18,7	-14,3	-14,3	-15,5	-15,3	-16,0	-17,9
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	1,2	1,0	1,2	1,3	2,4	2,5	2,2	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,5	6,4	6,1	6,1	6,7	6,6	6,5	6,5	...
PIB	2,6	1,9	1,5	2,0	2,9	1,6	...	...	...

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
General	4,4	2,4	2,7	2,2	2,6	2,3	2,4	1,9	2,1
Subyacente	5,1	2,5	2,4	2,5	2,7	2,3	2,5	1,9	2,1

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	2,4	-3,7	0,7	2,4	...	4,3	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-4,0	2,2	-5,6	-0,8	2,2	...	3,3	...	...
Saldo corriente	1,5	6,1	4,2	5,2	6,1	...	5,6	...	...
Bienes y servicios	4,0	6,7	5,7	6,1	6,7	...	6,4	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,5	-0,5	-1,5	-0,9	-0,5	...	-0,8	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	5,3	9,3	7,9	8,6	9,3	...	8,5	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	-2,3	7,5	5,6	6,0	7,5	6,5	7,1	6,5	...
A la vista y ahorro	-18,5	-0,3	-8,6	-6,7	-0,3	3,5	2,5	3,5	...
A plazo y preaviso	22,2	15,3	24,0	20,9	15,3	9,3	11,4	9,3	...
Depósitos de AA. PP.	-12,4	26,7	4,5	29,1	26,7	29,3	40,6	29,3	...
TOTAL	-2,6	7,9	5,6	6,7	7,9	7,1	7,9	7,1	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	-1,5	2,1	-0,3	1,0	2,1	3,3	3,0	3,3	...
Empresas no financieras	-2,1	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6	0,1	0,3	0,1	...
Hogares - viviendas	-1,4	3,2	0,1	1,4	3,2	5,1	4,5	5,1	...
Hogares - otras finalidades	-0,3	4,7	2,5	4,0	4,7	5,1	4,8	5,1	...
Administraciones públicas	-5,5	0,6	-5,8	-4,1	0,6	-8,0	1,0	-8,0	...
TOTAL	-1,7	2,0	-0,5	0,9	2,0	2,9	2,9	2,9	...
Tasa de morosidad (%)²	2,7	2,4	2,6	2,6	2,4	-0,2	...	...	...

Notas: 1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulizaciones. 2. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: www.caixabankresearch.com

Conoce nuestras publicaciones:



Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.



Monitor de consumo

Análisis mensual de la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto de no clientes en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank.



Flash de divisas

Informe *flash* sobre la evolución del tipo de cambio del euro con las principales divisas: dólar estadounidense, libra esterlina, yen japonés y yuan chino. Ofrece un análisis técnico, estructural y predictivo.



Observatorio Sectorial Inmobiliario 1S 2025

El mercado inmobiliario español se aceleró en 2024, apoyado en la distensión de las condiciones financieras y en el buen desempeño de la economía española. En 2025, preveemos que la demanda seguirá siendo muy fuerte y, aunque la oferta continuará creciendo gradualmente, el déficit de vivienda acumulado en los últimos años sostendrá un crecimiento significativo de los precios, en cotas similares a las actuales.



Informe Sectorial Turismo 1S 2025

El sector turístico español creció con fuerza en 2024 y cuenta con palancas para seguir expandiéndose en 2025. Los apoyos serán el crecimiento económico de los principales países emisores y la competitividad del precio del sector, que sigue en busca de una menor estacionalidad para evitar la congestión de la temporada alta y aumentar la utilización de la capacidad instalada. La buena marcha del sector turístico será clave para que la restauración prolongue su dinamismo actual.



Observatorio Sectorial 2S 2024

En 2024 la economía española ha experimentado un crecimiento generalizado, con pocas excepciones, en todos los sectores de actividad. Las perspectivas para 2025 son asimismo favorables, aunque habrá diferencias en los ritmos de crecimiento y se deberá afrontar sin ambages la transición hacia un sistema de producción más sostenible. El sector del automóvil también deberá afrontar el reto de mantener la competitividad en el nuevo ecosistema global.

Te recomendamos:



Economía en tiempo real

Sigue la evolución de la economía española
a través de nuestros indicadores en tiempo real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Únete a nosotros en la celebración del Informe Mensual n.º 500 en
www.caixabankresearch.com



45 años, 500 números
y un mismo propósito:
acercarte a la economía

Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



Newsletter



CaixaBank



Pódcast

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2025

© Banco BPI, 2025

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947



